

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III
(Economía y Administración Financiera de la Empresa)



**ACTIVIDAD FINANCIERA DE LAS GRANDES
EMPRESAS DE DISTRIBUCION
COMERCIAL EN ESPAÑA**

Mónica MELLE HERNÁNDEZ

dirigida por el Prof. Dr. Juan Antonio MAROTO ACÍN

Curso Académico 1995-96

*"Querer llegar a conclusiones
en vez de dudar, dudar y dudar es
una prueba de debilidad mental".*

MIGUEL DE UNAMUNO

La culminación de un trabajo de larga duración, profundamente dedicado en el esfuerzo y que requiere una enorme cantidad de aportaciones ajenas, como es una Tesis Doctoral, exige siempre un ejercicio de profusos y sinceros agradecimientos hacia las personas e Instituciones que, en gran medida, lo han hecho factible. Sin que ello suponga, como es obvio, ninguna elusión de responsabilidad de la autora sobre el resultado final.

Ese ejercicio es el que me lleva ahora a agradecer al Director de la Tesis, Prof. Dr. Juan Antonio Maroto Acín su orientación sobre las líneas de profundización en el trabajo, su seguimiento continuado de los resultados de la investigación, su apoyo en los momentos de desánimo que siempre existen en todo trabajo investigador, y tal vez, y sobre todo, su ejemplo de carrera académica y su amistad.

En un plano de igual relevancia académica, los Profesores Doctores Enrique Fuentes Quintana y Alvaro Cuervo García han marcado ciertas improntas indelebles en el trabajo. En el primer caso, por el ejemplo de una vida dedicada a la investigación de relevancia y orientación sociales. En el segundo, por la admiración que siempre despierta el abrir caminos en la creación de grupos de trabajo en la universidad, por su acogida inicial y dirección en el Departamento de Organización de Empresas y por sus sugerencias de enfoques originales que crearan valor sobre el "estado de la cuestión" de este trabajo.

También en el plano académico, de las muchas ayudas y sugerencias recibidas de maestros, compañeros y amigos, quiero personalizar mi profundo agradecimiento en un maestro e iniciador de las Finanzas de empresa

en España, como es el Prof. Dr. Andrés Santiago Suárez Suárez, y en uno de sus discípulos que ya han alcanzado el nivel para formar a sus propios discípulos, como el Prof. Dr. Valentín Azofra Palenzuela. De ambos he recibido ejemplo y sugerencias que han repercutido en los aspectos conceptuales y metodológicos de Economía Financiera existentes en la Tesis.

Desde la perspectiva institucional, agradezco sobre todo la beca recibida de la Fundación FIES para la realización de esta Tesis Doctoral; así como las diversas gestiones que desde la misma se han realizado para recabar datos e informes de las empresas del sector. En particular, quiero destacar el interés de su Director General, Prof. Dr. Victorio Valle Sánchez, por el tratamiento y los resultados de la investigación; así como los comentarios siempre atinados, rigurosos y llenos de sentido económico del Prof. Dr. Jose Luis Raymond Bara, en lo que se refiere a la propuesta y contrastación de los modelos econométricos utilizados en la investigación.

Por último, aunque en lugar también preferente, diversas empresas del sector me han aportado sus informes anuales; algunas firmas consultoras me han hecho observaciones sobre ciertos aspectos del trabajo; y todos mis compañeros y amigos de la Universidad me han estimulado siempre con sus preguntas e interés hacia la pronta conclusión del trabajo.

A todos ellos muchas gracias.

INDICE SINTETICO

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO.

1: ESTRUCTURA SECTORIAL, ORGANIZACIÓN Y ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DE LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN ESPAÑA.

- 1.1. Introducción.
- 1.2. Grado de concentración y estructura sectorial.
- 1.3. Estructuras organizativas y de propiedad.
- 1.4. Estrategias competitivas y corporativas.

2: DECISIONES FINANCIERAS ESPECÍFICAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL. LA GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE COMO NEGOCIO FINANCIERO IMPLÍCITO Y LA DIVERSIFICACIÓN HACIA LA ACTIVIDAD FINANCIERA.

- 2.1. Introducción.
- 2.2. Poder de negociación frente a proveedores y gestión del capital circulante.
- 2.3. Diversificación hacia actividades financieras: antecedentes y situación actual.
- 2.4. La especificidad de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial.

3: DIVERSAS APROXIMACIONES A LOS EFECTOS DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL: EL SISTEMA FINANCIERO, LA POLITICA MONETARIA Y EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL

- 3.1. Introducción.
- 3.2. La intermediación financiera convencional. Protagonismo de las grandes empresas de distribución comercial en los procesos de desintermediación.
- 3.3. Política monetaria y objetivo de inflación. Incidencia de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial.
- 3.4. Efectos sobre el desempeño empresarial: estructura económico-financiera y resultados de las grandes empresas de distribución comercial españolas.

4: MODELOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS DURANTE EL PERIODO 1989-94.

- 4.1. Introducción.
- 4.2. Fuentes de información y bases de datos.
- 4.3. Metodología: Modelos econométricos de regresión lineal y de respuesta cualitativa.
- 4.4. Definición de las variables.
- 4.5. Interpretación del resultado de las estimaciones.
- 4.6. Validación de los modelos econométricos de comportamiento financiero para las grandes empresas de distribución comercial en España

5: RESUMEN Y CONCLUSIONES.

- 5.1. Síntesis de la investigación.
- 5.2. Conclusiones.

BIBLIOGRAFÍA CITADA. ANEXOS.

INDICE ANALITICO

Página

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO.....	8
1: ESTRUCTURA SECTORIAL, ORGANIZACIÓN Y ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DE LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN ESPAÑA.....	14
1.1. INTRODUCCIÓN.....	14
1.2. GRADO DE CONCENTRACIÓN Y ESTRUCTURA SECTORIAL	15
1.2.1. Fundamentos	15
1.2.2. Sector de la distribución comercial.....	25
1.2.3. Conclusiones	61
1.3. ESTRUCTURAS ORGANIZATIVAS Y DE PROPIEDAD.....	63
1.3.1. Estructura organizativa	63
1.3.2. Estructura de propiedad y dirección.....	65
1.3.3. Participación de los directivos en la propiedad del capital.....	73
1.3.4. Efectos de la asimetría de información sobre las decisiones financieras de la empresa, teniendo en cuenta el grado de participación de los directivos en la propiedad.....	76
1.3.5. Naturaleza del grupo de control: familias y particulares, bancos, otras empresas.....	81
1.3.6. Estructura de propiedad y dirección en las empresas del sector de la distribución comercial	83
1.4. ESTRATEGIAS COMPETITIVAS Y CORPORATIVAS	90
1.4.1. Estrategias corporativas	94
1.4.1.1. Expansión.....	95
1.4.1.2. Diversificación.....	99
1.4.2. Formas de desarrollo	112

2: DECISIONES FINANCIERAS ESPECÍFICAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL. LA GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE COMO NEGOCIO FINANCIERO IMPLÍCITO Y LA DIVERSIFICACIÓN HACIA LA ACTIVIDAD FINANCIERA	116
2.1. INTRODUCCIÓN.....	116
2.2. PODER DE NEGOCIACIÓN FRENTE A PROVEEDORES Y GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE.....	117
2.2.1. Plazos medios de pago a proveedores en Europa: análisis comparado y tendencias regulatorias.....	127
2.2.2. Períodos de maduración y plazos de pago a proveedores de las empresas de distribución comercial	138
2.2.3. Análisis del Fondo de Maniobra de las empresas de distribución comercial	145
2.2.4. Financiación de proveedores: su coste implícito.....	153
2.2.5. Gestión de la tesorería y de otros circulantes	158
2.3. DIVERSIFICACIÓN HACIA ACTIVIDADES FINANCIERAS: ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL	169
2.3.1. Antecedentes: el caso Sears Roebuck.....	169
2.3.2. La diversificación hacia la actividad financiera en España.....	176
2.3.3. Taxonomía de los productos financieros ofertados en la actualidad.....	179
2.3.3.1. Actividad de financiación al consumo privado: tarjetas de compra y concesión de créditos.	179
2.3.3.2. Cuentas de tesorería y depósitos.....	187
2.3.4. Otras actividades de intermediación y servicios financieros.....	188
2.3.4.1. Producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones.....	188
2.3.4.2. Actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario.	189

2.3.5. Tendencias previsibles de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial	191
2.3.5.1. Participación de entidades financieras en las empresas de distribución comercial y acuerdos de cooperación.....	193
2.4. LA ESPECIFICIDAD DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.....	196
2.4.1. Las teorías de las decisiones financieras de la empresa:	
Antecedentes y evolución	196
2.4.1.1. Incidencia de los impuestos en las decisiones financieras de la empresa.....	199
2.4.1.2. Incidencia de los costes de quiebra sobre las decisiones financieras de la empresa.....	200
2.4.1.3. Efecto de los costes de agencia sobre las decisiones financieras de la empresa.....	202
2.4.2. Las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial	208
3: DIVERSAS APROXIMACIONES A LOS EFECTOS DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL: EL SISTEMA FINANCIERO, LA POLITICA MONETARIA Y EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL	214
3.1. INTRODUCCIÓN.....	214
3.2. LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA CONVENCIONAL. PROTAGONISMO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN LOS PROCESOS DE DESINTERMEDIACIÓN	215
3.2.1. Evolución y situación actual de la intermediación financiera convencional: Procesos y agentes de desintermediación	217
3.2.2. Las grandes empresas de distribución comercial como agentes de los procesos de desintermediación	228
3.2.2.1. Financiación comercial de proveedores.....	228
3.2.2.2. Financiación del consumo privado	238
3.2.2.3. Captación de ahorro.....	261

3.2.3. Posibles actuaciones de las entidades de depósito de cara al futuro	262
3.3. POLÍTICA MONETARIA Y OBJETIVO DE INFLACIÓN. INCIDENCIA DE LAS POLÍTICAS DE CRÉDITO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.....	266
3.3.1. Revisión de los objetivos e instrumentos de la política monetaria.....	266
3.3.2. Incidencia de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial sobre el objetivo de inflación.	274
3.4. EFECTOS SOBRE EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL: ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA Y RESULTADOS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS	277
3.4.1. Estructura y funcionalidad del capital económico	279
3.4.2. Estructura financiera, cobertura y coste del capital.....	283
3.4.3. Actividad y estructura de costes.....	288
3.4.4. Rentabilidad y riesgo	290
3.4.5. Crecimiento financieramente sostenible	296
3.4.6. Las grandes empresas españolas de distribución comercial en perspectiva comparada internacional.	297
3.4.7. Diagnóstico sintético del análisis	303
4: MODELOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS DURANTE EL PERIODO 1989-94	306
4.1. INTRODUCCIÓN.....	306
4.2. FUENTES DE INFORMACIÓN Y BASES DE DATOS	309
4.2.1. Sistematización de las fuentes de información y bases de datos.....	309
4.2.2. Fuente estadística y muestra que configuran el estudio empírico	315

4.3. METODOLOGÍA: MODELOS ECONOMETRICOS DE REGRESIÓN	
LINEAL Y DE RESPUESTA CUALITATIVA.....	318
4.3.1. Modelos de regresión lineal. Contraste de hipótesis	318
4.3.2. Modelos de respuesta cualitativa	323
4.3.2.1. Modelo de probabilidad lineal.....	325
4.3.2.2. Modelo logit.....	331
4.3.2.3. Modelo probit.....	335
4.3.2.4. Inferencia en los modelos de respuesta cualitativa.....	337
4.4. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES.....	341
4.4.1. Variable dependiente a explicar y variables independientes explicativas de la actividad financiera de las empresas.....	341
4.4.2. Variables que reflejan las decisiones económicas y financieras de las empresas	346
4.5. INTERPRETACIÓN DEL RESULTADO DE LAS ESTIMACIONES.....	348
4.5.1. Modelos explicativos de la actividad financiera.....	348
4.5.1.1. Modelo de regresión lineal estimado	348
4.5.1.2. Modelos de respuesta cualitativa estimados	352
4.5.2. Modelos de interrelaciones de las decisiones económicas y financieras de las empresas	360
4.5.2.1. Modelo de regresión lineal estimado	361
4.5.2.2. Modelos de respuesta cualitativa estimados	362
4.6. VALIDACIÓN DE LOS MODELOS ECONOMETRICOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO PARA LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN ESPAÑA.....	370
4.6.1. Base de datos utilizada en la contrastación empírica del modelo	370
4.6.1.1. Período temporal de la base de datos	370
4.6.1.2. Características de la muestra y base de datos (CBBE)..	371
4.6.1.3. Análisis de la estructura económico-financiera y resultados del agregado “grandes empresas españolas de distribución comercial”	376

4.6.2. Validación de los modelos y evaluación de su capacidad	
predictiva	387
4.6.2.1. Modelos explicativos de la actividad financiera.....	387
4.6.2.2. Modelos de interrelaciones entre las decisiones	
económicas y financieras de las empresas.....	388
5: RESUMEN Y CONCLUSIONES.	391
5.1. SÍNTESIS DE LA INVESTIGACIÓN	391
5.2. CONCLUSIONES.....	419
BIBLIOGRAFÍA CITADA.....	426
ANEXOS.	

INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS DEL ESTUDIO.

Hoy en día, es cada vez más frecuente presenciar estrategias de diversificación llevadas a cabo por las grandes empresas de distribución comercial, las cuales van incrementando su poder de mercado en el sistema real y financiero de la economía, de forma acelerada. En este sentido merece la pena destacar, tanto por su indudable trascendencia en el comportamiento del sistema financiero como por su reciente y rápida proliferación, las crecientes actividades financieras desarrolladas por dichas empresas.

La escasez de estudios rigurosos sobre esta materia en España, que de forma sistemática traten los distintos aspectos relacionados con el tema y analicen la multitud de facetas incluidas dentro de la expresión "*actividad financiera*" y la potencial incidencia que dicha actividad puede tener sobre los agregados monetarios y sobre el proceso de desintermediación financiera, justifican la presente investigación sobre la situación actual de las grandes empresas de distribución comercial que, realizando actividades financieras distintas y complementarias de las típicamente comerciales, desarrollan de manera efectiva una nueva forma de "intermediación financiera".

Aunque en otros países -como Estados Unidos- la actividad financiera es ya un negocio habitual desarrollado por las grandes empresas de distribución comercial, en España es relativamente reciente esta práctica¹. No obstante, se trata de un tema de gran actualidad, lo cual hace que esta investigación no sólo resulte sugerente desde un punto de vista meramente teórico y académico, sino también por lo que pueda tener de trascendencia sobre los comportamientos del público en general. Entre otros aspectos, nos interesaremos por el proceso actual de reestructuración del sector de la distribución comercial -de elevado peso en la economía del país, en cuanto a volumen de empleo ocupado, así como por su aportación al Producto Interior Bruto- que

¹ En cuanto a la emisión de tarjetas de crédito, si bien la empresa líder del sector: El Corte Inglés, comenzó a emitir tarjetas a mediados de los años 60, es a partir de los 90 cuando se generaliza por el resto de las empresas del sector (El Corte Inglés creó su filial financiera para gestionar sus tarjetas en enero de 1996). En el negocio de los seguros, la empresa pionera: El Corte Inglés, se introduce en 1991 y la concesión de créditos al consumo data de fechas aún más recientes.

supone una mayor concentración y modernización del mismo. La creación de centrales de compra y de asociaciones de pequeños comerciantes, como mecanismos para mejorar las condiciones de compra frente a sus proveedores. Las elevadas inversiones realizadas por las grandes empresas del sector para acometer sus continuos procesos de expansión. Los dilatados plazos de pago que mantienen con sus proveedores, que han motivado un gran debate sobre la posible regulación de dichos plazos. Las numerosas suspensiones de pagos de pequeñas y medianas empresas del sector, debido principalmente al elevado riesgo de insolvencia aparejado por el alto apalancamiento del mismo. La proliferación de las tarjetas de crédito emitidas por estas empresas, unidas en muchos casos a acuerdos de colaboración y cooperación con entidades financieras. Y la polémica sobre la conveniencia o no de la regulación del sector por parte de los poderes públicos.

Más concretamente, la **tesis a contrastar** en el presente trabajo de investigación puede resumirse en los siguiente términos:

“Determinar, caracterizar y validar estadísticamente la posible existencia de modelos diferenciados de comportamiento financiero de las grandes empresas de distribución comercial; para precisar las actividades, tanto internas como externas, que lo definen, evaluar su contribución al proceso de desintermediación en el sistema financiero, y ponderar la incidencia de dichas actividades sobre los resultados de las propias empresas”.

Por tanto, el objetivo del presente trabajo se centra en la detección y el análisis de las variables explicativas de la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas españolas de distribución comercial, así como la contrastación de las posibles interrelaciones entre sus decisiones reales y financieras.

A tal efecto, hay que destacar que las grandes empresas de distribución comercial -midiendo su tamaño mediante la variable volumen de ventas- poseen un elevado poder de mercado frente a sus proveedores, esto es, ostentan una posición dominante o de fortaleza en los procesos de negociación, obteniendo unos aplazamientos de pago y descuentos considerables; al igual que lo esgrimen frente a

las instituciones financieras, de las que consiguen condiciones extra-mercado, en cuanto a la remuneración de sus depósitos o a la posibilidad de realizar ciertas operaciones sin cobro de comisiones. Todo ello condiciona y explica la estructura económico-financiera de estas empresas.

En la estructura de los balances de situación y de las cuentas de resultados de las grandes empresas de distribución comercial, quedan reflejados los efectos de una actividad financiera, que se caracteriza por factores tales como el bajo endeudamiento con coste explícito; el elevado endeudamiento con coste implícito -acreedores comerciales o proveedores-; las cuantiosas inversiones financieras temporales; los bajos dividendos -es común la “autoexpansión” o autofinanciación con cargo a proveedores, lo cual genera un importante riesgo aparente de insolvencia-; o los elevados ingresos financieros que cubren con creces los escasos costes financieros y generan un resultado por actividades financieras, ajenas a la explotación, positivo.

Por tanto, se trata de conocer cuál es exactamente el alcance de la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas españolas de distribución comercial. Como consecuencia, por un lado, de gestionar sus activos de tesorería, constituidos por el elevado plazo medio de pago a proveedores que consiguen gracias a su posición ventajosa en la negociación frente a los mismos, rentabilizándolos -por ejemplo, mediante la realización de inversiones financieras temporales-. Y por otro, como resultado de implantar estrategias de diversificación hacia funciones propias de entidades financieras. La diversificación o ampliación de los negocios desarrollados por las grandes empresas de distribución comercial se produce al amparo de dos premisas: cuando las empresas alcanzan una masa crítica determinada de gastos en servicios en determinados sectores, optan por prestarse a sí mismas esos servicios, con la ventaja añadida de poder captar terceros clientes, si desagregan esas actividades; se trata en definitiva de utilizar su “saber hacer” para actividades distintas de la distribución comercial. Entre éstas, destacan las actividades financieras: emisión de tarjetas de crédito y/o pago, concesión de créditos a clientes, gestión de cuentas de tesorería con sus empleados a modo de depósitos remunerados, implantación de oficinas de cambios para el público, realización y/o comercialización de seguros y fondos de inversión, así como actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario. Estos negocios permiten ofrecer una mayor gama de

productos y servicios a los clientes, tanto para ofrecer un mayor servicio a los mismos como para “fidelizarlos”.

Este negocio financiero en su conjunto, en algunos casos, proporciona unos beneficios superiores a los de la propia actividad típica de estas empresas, como es la distribución comercial. Se analizará por ello la incidencia de este tipo de actividades en los resultados y rentabilidades que estas empresas obtienen.

Existe, por otra parte, una interrelación creciente entre las empresas del sector de distribución comercial y el sistema financiero. Por un lado, al introducirse estas empresas en la actividad de intermediación propia de las entidades financieras; esto es, la concesión de créditos al consumo, pudiendo llegar incluso a convertirse en competidores directos de las entidades financieras. Y por otro lado, debido a la sustitución del crédito bancario por el crédito comercial de proveedores en sus estructuras financieras. De este modo, la política de endeudamiento de estas empresas, que prácticamente no tienen necesidad de acudir al sistema financiero para obtener fondos, también se relaciona íntimamente con el proceso actual de creciente desintermediación financiera.

Además, este tipo de actividades, y fundamentalmente las basadas en la concesión de créditos al consumo, tienen repercusiones en los mecanismos de traslación de la política monetaria, ya que si el volumen del crédito concedido a las familias por estas empresas no financieras es muy elevado, afectará a la liquidez del sistema en general, minimizando los efectos de una eventual política monetaria restrictiva que pretendiera restar liquidez al sistema. A su vez, el crédito comercial obtenido de los proveedores puede influir en la conducción de la política monetaria, ya que cuando ésta es restrictiva (esto es, supone una reducción del crédito), las empresas pueden reaccionar incrementando su crédito comercial como sustitutivo; y los efectos de esta actuación pueden, a su vez, condicionar la oferta y demanda de crédito comercial, principalmente a través de los tipos de interés. En esta investigación se estudiarán también esas eventuales repercusiones de las actividades financieras de las empresas del sector de distribución comercial sobre la política diseñada por las autoridades monetarias.

Por lo que se refiere a la fundamentación teórica del presente trabajo, el enfoque pretende ser interdisciplinario, al participar sobre todo de las aportaciones provenientes de las Teorías de las decisiones financieras de la empresa, pero también de las principales áreas de la Teoría económica de los mercados y de la Teoría de la organización; que constituyen así las bases teóricas sobre las que se asienta la investigación.

Desde el punto de vista formal, el estudio se divide en cuatro partes claramente diferenciadas y un último capítulo de conclusiones:

La primera de ellas, destinada a la caracterización del sector y de las empresas objeto de la investigación, las de distribución comercial, sentará las bases de la posterior aplicación empírica de un modelo de comportamiento financiero a dicho sector concreto. Esto es así porque cuando se analizan los factores explicativos del comportamiento empresarial, han de tenerse en cuenta, en primer lugar, una serie de condicionantes, tanto de índole externa como inherentes a la propia empresa, tales como su dimensión, sus aspectos organizativos, su tipo de actividad y su ubicación sectorial. De tal forma que existirá una estructura “óptima” del capital en función del sector al que pertenezca la empresa; es decir, las características del sector condicionan y determinan la estructura de capital óptima.

El análisis del sector, sobre la base de los fundamentos de la Teoría económica, abarcará tanto el estudio del grado de competencia y de concentración, que determinan un mayor o menor “poder de monopolio”, como el análisis de la regulación y las posibles barreras de entrada y/o salida que pueden fomentar o restringir la competencia. A su vez, la Teoría de la organización ayudará a caracterizar el sector objeto de estudio, principalmente con sus aportaciones sobre las razones justificativas de las estrategias de diversificación o de integración, que fundamentan las decisiones empresariales sobre la internalización o externalización de las actividades financieras; las estructuras de propiedad y dirección en estas empresas y los posibles efectos de su apertura al exterior y al mercado bursátil; y la participación de grupos empresariales y corporaciones financieras en el capital de estas empresas.

La segunda parte de la investigación se centrará en la actividad financiera de las empresas de distribución comercial, al objeto de establecer un modelo de evaluación de la misma; esto es, una hipótesis sobre un modelo específico de comportamiento financiero. En la caracterización de dicha actividad financiera serán útiles las aportaciones realizadas por las Teorías de las decisiones financieras: partiendo del teorema de separación de las decisiones de inversión y financiación de las empresas, se estudiarán las distintas políticas financieras características de las mismas, así como sus posibles interrelaciones. Las recientes aportaciones de la Economía Industrial en relación a este campo de investigación, sirven igualmente, para modelizar y explicar las posibles interrelaciones entre las decisiones reales de las empresas y sus decisiones financieras, desde una perspectiva microeconómica.

En la tercera parte se analizarán y cuantificarán en lo posible los efectos de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial sobre el sistema financiero y en relación con la política monetaria desarrollada por el banco central. De igual forma, se identificarán indicadores de evaluación y medida de los efectos de las decisiones financieras de estas empresas sobre sus estructuras económico-financieras y resultados, cuantificándose también su creación de valor, así como la posible estimación de su coste del capital.

La cuarta parte del estudio se dedica a ciertos análisis empíricos. Se concretan en estimaciones, contrastaciones y validaciones de modelos econométricos, que sobre una base de datos y periodificación determinada, explican el comportamiento financiero de las grandes empresas españolas de distribución comercial, así como la posible interrelación entre sus decisiones reales y financieras. Por tanto, se trata de verificar los modelos teóricos que recogen las hipótesis, regularidades y percepciones previamente establecidas a lo largo de la Tesis Doctoral.

Finalmente, en un último apartado se recapitulan y sintetizan las conclusiones más importantes del estudio.

1: ESTRUCTURA SECTORIAL, ORGANIZACIÓN Y ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DE LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN ESPAÑA.

1.1 INTRODUCCIÓN.

En este capítulo procederemos a la caracterización del sector y de las empresas objeto de la investigación, las de distribución comercial², con la finalidad de determinar los factores que pueden explicar la actividad financiera desarrollada por dichas empresas.

El análisis de las características sectoriales se fundamenta en la Teoría económica, que estudia el grado de competencia y de concentración, así como la posible existencia de barreras de entrada y/o salida que puedan fomentar o restringir la competencia, como indicadores de la estructura competitiva del sector y del poder de mercado de las empresas que lo integran.

Partimos del modelo, propuesto por la “Economía Industrial”³, de interrelaciones recíprocas o circulares entre la estructura sectorial, las estrategias empresariales y los resultados. Por ello, consideramos en primer lugar, que las características sectoriales de la distribución comercial pueden condicionar las conductas empresariales: Un elevado grado de concentración junto con la existencia de barreras de entrada, dota a las empresas del sector de un alto poder de mercado, que puede conducir las a emprender determinadas estrategias o actuaciones (como por ejemplo, la actividad financiera).

En segundo lugar, se analizarán las empresas de distribución comercial: sus estructuras organizativas y estrategias, ya que éstas, a su vez, caracterizan y condicionan el sector. Bajo la fundamentación teórica de la Teoría de la organización se

² Este trabajo se centra genéricamente en el sector de la distribución comercial al por menor y específicamente, en las grandes empresas de dicho sector. Sin embargo, se incluyen algunas empresas de “comercio al por mayor”, que en ocasiones, distribuyen productos destinados a su consumo directo sin la existencia de intermediarios -es el caso de Makro, Autoservicios Mayoristas, S.A.-, dado que esta última es la definición de comercio al por menor según el Ministerio de Hacienda (*Fuente: Definiciones de las actividades económicas, Impuesto de Actividades Económicas*).

³ Bain (1956, 1959), Caves y Porter (1977), Scherer (1980) y Porter (1980).

tratarán características empresariales de suma importancia en relación con la actividad financiera desarrollada por las empresas de distribución comercial. Entre otros aspectos, los posibles efectos de su apertura al exterior y al mercado bursátil, sus estructuras de propiedad y dirección, la participación de grupos empresariales y corporaciones financieras en el capital de estas empresas, y sus estrategias de diversificación hacia actividades financieras.

Por lo tanto, el análisis de la caracterización estructural de la industria donde la empresa participa (concentración y barreras de entrada) y del poder de mercado relativo que la empresa tiene dentro de la industria, resumido en la variable tamaño o cuota de mercado, en el marco de la disciplina de la Economía Industrial, se completará con el análisis de las organizaciones internas y de las estructuras de propiedad de las empresas⁴, así como de sus estrategias más relevantes.

1.2. GRADO DE CONCENTRACIÓN Y ESTRUCTURA SECTORIAL.

1.2.1. Fundamentos.

El esquema tradicional de análisis de un sector industrial inicialmente propuesto por Bain (1956, 1959) y luego por Caves y Porter (1977), Scherer (1980) y Porter (1980), parte de considerar una serie de condiciones básicas en la oferta y la demanda del producto/servicio, para posteriormente estudiar los aspectos estructurales (competitivos) y de comportamiento (estratégicos), de los que se deriva la rentabilidad del sector. Así, queda planteado el denominado paradigma de la Economía Industrial: Estructura-Conducta-Resultados (E-C-R), según el cual la estructura de mercado del sector y de los grupos estratégicos condiciona la conducta de las empresas y ésta a su vez sus resultados⁵.

⁴ La estructura de propiedad de las empresas, el grado de concentración de las acciones entre accionistas y la naturaleza del accionista principal, pueden influir en los resultados de las empresas, para una industria y un tamaño dados (Salas, 1993: 215).

⁵ Algunos trabajos representativos de la aplicación de la Economía Industrial a los servicios de comercio interior son Carree y Thurik (1990), Nelson y Hilke (1991), Perry y Besanco (1991), Shaffer (1991) y Steiner (1993).

Este modelo, sencillo y utilizado con profusión en numerosos estudios (Caves, 1972; Comanor y Wilson, 1974; Orr, 1974; Porter, 1974 y 1980; Thorelli, 1977; Caves *et al.*, 1980; Gale y Branch, 1982; Ravenscraf, 1983; Schmalensee, 1989; Kelton y Weiss, 1989; Shepherd, 1990; Scherer y Ross, 1990; Eckard, 1992; 1995), plantea una serie de limitaciones de carácter metodológico. En primer lugar, en cuanto al orden en que actúan los distintos elementos, no se trata de un modelo unidireccional en el que las relaciones de causalidad sean lineales (Moschandreas, 1994: 10), al considerar la empresa como una caja negra y suponer racionalidad económica, información perfecta y entorno estático y dado; sino que admite relaciones “circulares” o de retroalimentación (*feedback*); esto es, la estructura del mercado (e incluso las condiciones básicas) se ven influenciadas por el comportamiento de las empresas y por sus resultados, tal como se indica en el gráfico 1.1.

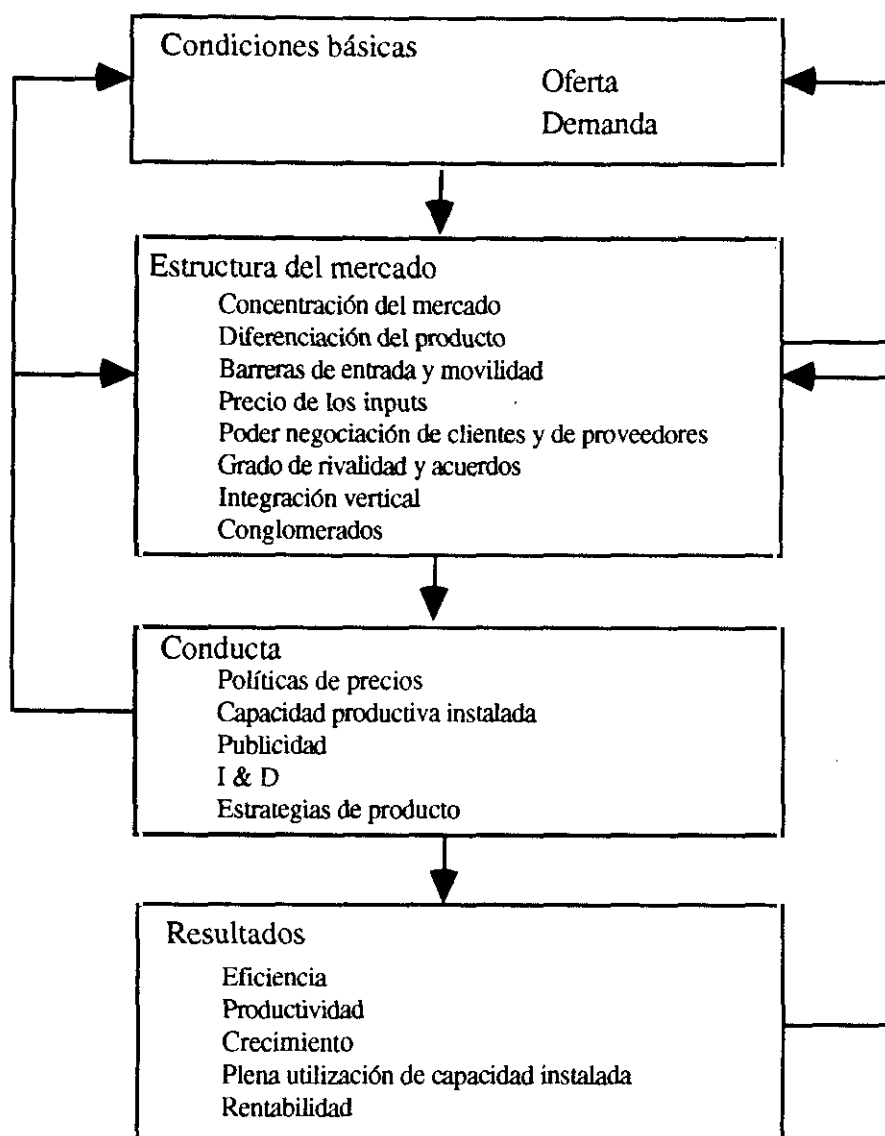


Gráfico 1.1.: Relaciones recíprocas en el paradigma Estructura-Conducta-Resultados.

Fuente: Adaptado de Scherer, 1980, Figura 1.1, p.4.

Demsetz (1983) demuestra que las empresas con mayores habilidades para reducir sus costes o mejorar la calidad de sus productos, o con mayores capacidades directivas, aumentan sus beneficios y crecen; lo cual puede afectar a la estructura del mercado, ya que las empresas eficientes inician procesos de expansión absorbiendo la cuota de mercado de las menos eficientes que, o ven reducidos sus beneficios a consecuencia de la disminución de su cuota, o desaparecen del mercado. Por tanto, según Demsetz, la eficiencia empresarial afecta a la estructura del mercado al conducir

hacia una mayor concentración. Scherer (1980) también enfatiza la influencia que la conducta tiene en la estructura del mercado, perteneciendo al denominado grupo de los “*behaviouralist*”, que se diferencia de los “*structuralist*” -donde queda incluido Bain-.

La aproximación a la organización de empresas desde la Teoría de los costes de transacción sirve, también, para demostrar que las relaciones del paradigma E-C-R son circulares. Determinados rasgos de la conducta humana, como la racionalidad limitada y el oportunismo, derivado de las asimetrías de información, crean costes de transacción -esto es, costes de negociar las transacciones en el mercado-, que conducen a las empresas a expandirse internalizando las transacciones, lo cual afecta al número y tamaño de las empresas en el mercado. A medida que disminuye el número de empresas intervinientes en el mercado, las asimetrías informativas pueden inducir a un mayor número de comportamientos oportunistas que elevan los costes de transacción. Para eliminarlos, o al menos reducirlos, las empresas internalizan las transacciones, resultando una mayor concentración en el mercado; por lo que, las características estructurales afectan a la cuantía de los costes de transacción que influyen en la conducta empresarial y ésta a su vez condiciona la estructura.

En segundo lugar, el criterio de competencia ha sido doblemente criticado: por un lado, las condiciones clásicas de competencia son difíciles de contrastar en la realidad, por lo que habitualmente, los trabajos empíricos infieren la relación entre estructura y resultados examinando el impacto de una característica estructural, normalmente la concentración, sobre algunas medidas del resultado, como la rentabilidad. Por otro, el criterio es relativamente ambiguo en el respaldo teórico de ciertos tipos de actividades empresariales, entre las que destacan las de tipo publicitario (Terres de Ercilla, 1993: XVIII). De ahí, que para comprender e identificar la competencia, sea más adecuado realizar un análisis segmentado del sector, estudiando los grupos estratégicos, esto es, grupos de empresas de un mismo sector con objetivos, valores y estrategias similares (Cuervo, 1994: 367).

En tercer término, este planteamiento de análisis sectorial supone implícitamente homogeneidad entre las empresas dentro de un sector o grupo estratégico en cuanto a las estrategias que desarrollan y los recursos que controlan (Rumelt, 1984; Scherer, 1980); y en caso de heterogeneidad de recursos, debida, por

ejemplo, a la entrada de un nuevo participante, existe perfecta movilidad de los recursos (Barney, 1991:100), que hace que dicha heterogeneidad sólo sea mantenible a corto plazo. Sin embargo, en la realidad empresarial existen ciertos recursos, por ejemplo, algunos activos intangibles y específicos, difícilmente transferibles e imitables por las empresas competidoras en un mismo sector industrial o grupo estratégico, constituyendo, de este modo, posibles fuentes de ventajas competitivas sostenidas (Penrose, 1959; Rumelt, 1984; Wernerfelt, 1989).

A nivel empírico, se ha demostrado que las diferencias de rentabilidades entre empresas de un mismo sector son mayores que las intersectoriales, concluyendo que la creación de valor, medida a través de la relación entre el valor de mercado de los fondos propios y su valor contable, presenta menores diferencias intersectoriales que intrasectoriales (Rumelt, 1991). Los resultados de los estudios de Hasen y Wernerfelt (1989) confirman que, aunque el entorno y el sector explican una parte del resultado de la empresa, son mucho más relevantes las características organizativas. Por su parte, Cool y Schendel (1988) encuentran diferencias significativas de eficiencia entre empresas del mismo grupo estratégico.

A pesar de las críticas expresadas, el esquema tradicional de análisis industrial sigue presentando una metodología simple y al mismo tiempo eficaz para determinar las características estructurales del sector, explicativas de las estrategias y *performance* de las empresas. Por ello, en esta investigación, sin olvidar que “el análisis sectorial es relevante en algunos casos, pero no determinante de los beneficios” (Cuervo, 1994: 367), se ha seguido este modelo para analizar la estructura del entorno específico de la distribución comercial, teniendo en cuenta además, que algunos aspectos de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial se han desarrollado, en gran parte, gracias a la existencia de determinadas características de la estructura de este sector.

La estructura del mercado se define a partir del conjunto de características que influyen en el grado de competencia del mismo (Bain, 1959), tales como la diferenciación del producto, el número de compradores y vendedores operando en ese mercado y sus tamaños relativos, esto es, la concentración; la existencia de barreras de entrada; la posible aparición de economías de escala y el grado de integración vertical y

de diversificación de las empresas. El dinamismo y las relaciones empresariales, así como la racionalidad limitada humana en la toma de decisiones, la ausencia de información y las informaciones asimétricas, combinadas con determinadas características de las transacciones⁶ tienen una influencia relevante en la conducta y estructura del mercado.

Según la “microeconomía Marshalliana”, en un mercado existe competencia cuando tanto compradores como vendedores individuales no pueden influir sobre el precio variando sus compras o ventas, lo cual implica que se cumplan las siguientes condiciones: conocimiento perfecto; homogeneidad del producto, admitiéndose un grado de sustitución razonable; gran número y divisibilidad de productos (Stigler, 1968:101-6).

Las condiciones expuestas son suficientes para que el mercado sea perfecto; sin embargo, la teoría ha avanzado mucho en la búsqueda de lo que serían las condiciones necesarias; estudiando las barreras de entrada (Bain, 1956), que determinan la condición de monopolio u oligopolio.

De este modo, estaremos ante un mercado de competencia perfecta siempre que el producto sea homogéneo, las empresas sean precio aceptantes -lo cual implica poca concentración-, se produzca ausencia de barreras de entrada y salida, es decir, que exista perfecta movilidad de los factores de producción, y la información que posean tanto los oferentes como los demandantes sea perfecta (Ventura, 1994: 37). Si se cumplen tales condiciones, la eficiencia del mercado queda establecida automáticamente. Parafraseando a Adam Smith (1776), “No es de la benevolencia del carnicero, el cervecero o el panadero de quien esperamos nuestra cena, sino del cuidado que éstos ponen en su propio interés...(Todo individuo) busca sólo su propia seguridad, sólo su ganancia personal. Y en esto le guía una mano invisible que promueve un fin que no formaba parte de sus intenciones. Siguiendo su propio interés a menudo promueve el de la sociedad con más eficacia que cuando realmente pretende promoverlo.”

⁶ Por ejemplo, su frecuencia y especificidad (Williamson, 1985).

Concentración en el mercado.

Se refiere al grado en el que la producción en un determinado mercado es controlada por unas pocas empresas, midiéndose a través del número de empresas que operan en dicho mercado y del tamaño de las mismas. La concentración empresarial tiene importantes implicaciones en la conducta de las empresas, por varias razones:

- El coste de obtener información de las empresas por los consumidores será mayor cuanto mayor sea el número de empresas que operan en el mercado, dada la necesidad de tomar contacto con cada una de ellas (Moschandreas, 1994: 18).

- Influye en la interdependencia oligopolística y en los márgenes de beneficio establecidos sobre el coste en el precio de los productos vendidos. Cuando el número de empresas es reducido, cada empresa es consciente de que sus resultados dependen de la conducta seguida por las otras empresas; se plantea el problema de la “interdependencia estratégica” (Ventura, 1994: 40-41). En este caso, si una empresa incrementa sus ventas, el precio de mercado y los ingresos del resto de empresas que venden un producto homogéneo, disminuirán. El efecto sobre el precio y los ingresos de los competidores depende, sin embargo, del número de empresas y de su tamaño relativo, medido a través de su cuota de mercado relativa. Cuanto más reducido sea el número de empresas y mayor sea su cuota de mercado, mayor será dicho efecto.

Admitiendo el modelo de competencia de Cournot ⁷, se concluye que cuanto menor es el número de empresas en un sector determinado, mayores son sus cuotas de mercado, los márgenes de beneficio que sobre el coste de venta pueden cargar en los precios y el ingreso marginal medio del sector. Por tanto, la concentración influye en los beneficios empresariales, pero el alcance de tal influencia depende de la forma en que las empresas respondan a las acciones de sus competidores, así como de las preferencias que los consumidores muestren en relación con los productos.

⁷ Las empresas en este modelo compiten en cantidades, y el supuesto básico que describe su conducta consiste en que cada decisor actúa suponiendo que la otra empresa no variará la cantidad producida, sea cual sea la oferta lanzada por su rival, lo que conlleva la ignorancia de la interdependencia estratégica. Ventura (1994: 41-44) y Moschandreas (1994: 19-20) plantean un desarrollo analítico de dicho modelo.

- La concentración empresarial influye en el coste de obtener información sobre las estrategias de los competidores y la importancia de dichos conocimientos para las empresas. A medida que disminuye el número de empresas, el coste se reduce y la información proporciona un conocimiento más relevante porque afecta en mayor grado a las empresas.

Por ello, un alto grado de concentración no sólo contribuye a reforzar las interdependencias estratégicas, sino que facilita la cooperación al hacer más fácil la detección de las conductas estratégicas relevantes de las empresas, por su influencia en los flujos de información.

Según el paradigma E-C-R, cuantas menos empresas haya en el mercado, esto es, cuanto mayor sea el grado de concentración, más probable es que tiendan a la colusión, con lo cual el grado de competencia será menor. Los precios tenderán a estar por encima del nivel competitivo, las empresas llevarán a cabo estrategias anti-competitivas y se producirán comportamientos oportunistas por parte de los directivos⁸, resultando un mercado ineficiente.

Sin embargo, una baja concentración implica comportamientos competitivos, precios coincidentes con el coste marginal, ausencia de beneficios extraordinarios y discrecionalidad de los directivos en el logro de la eficiencia en el mercado.

Numerosos estudios empíricos, realizados por Gale y Branch (1982), Curry y George (1983), Ravenscraft (1983), Cubbin y Geroski (1987), Weiss (1989), Schmalensee (1989), Mueller (1990), Eckard (1995) y otros, muestran una relación positiva, aunque débil, entre la estructura del mercado, normalmente medida a través de la concentración, y los resultados empresariales, medidos habitualmente mediante la rentabilidad. Sin embargo, algunos trabajos muestran correlaciones negativas (Holtermann, 1973; Clarke, 1984), mientras que otros encuentran que la relación no es

⁸ Son significativas las conclusiones del trabajo de Smulders y Klundert (1995) sobre la relación entre concentración del mercado, crecimiento e innovación empresarial. Demuestran empíricamente que a partir de un nivel elevado de concentración, mayores incrementos de ésta, perjudican el crecimiento, porque el poder de monopolio de las empresas se incrementa considerablemente; lo cual reduce los incentivos de los directivos para innovar, al preferir lucrarse con beneficios corrientes.

lineal (Geroski, 1981); o que dicha relación no es estable a lo largo del tiempo (Brozen, 1971), dado que a medida que entran nuevas empresas, se reduce la rentabilidad, lo cual confirma la importancia que tienen las barreras de entrada sobre los beneficios empresariales en un sector.

Barreras de entrada y mercados impugnables.

El trabajo seminal de Joe Bain (1956) supone el origen del desarrollo de la Teoría de las barreras de entrada, como explicación a sus observaciones empíricas del comportamiento de las empresas en la fijación de sus precios. Dado que éstas, cuando existe la amenaza de nuevos entrantes en el sector, establecen unos precios por debajo del nivel que maximiza sus beneficios para desanimar a los potenciales competidores y maximizar sus beneficios a largo plazo.

Las barreras de entrada pueden definirse como las características de la industria que reducen la tasa de entrada de nuevos competidores por debajo de lo que sería necesario para eliminar los beneficios extraordinarios de las empresas ya presentes en él. Al restringir la entrada de nuevas empresas, las barreras de entrada contribuyen a una mayor concentración. Bain (1956: 3) las define concretamente como “el grado en el que las empresas establecidas pueden aumentar sus precios por encima de un nivel competitivo sin atraer a nuevas empresas al mercado”. Esta definición se basa en la posición desfavorable que tienen las empresas entrantes en un mercado, en relación a las empresas establecidas en el mismo, porque estas últimas poseen ventajas absolutas en costes o un mayor grado de diferenciación del producto. Estas barreras, llamadas “inocentes” o “naturales”, se diferencian de las “estratégicas” que surgen cuando las empresas establecidas actúan intencionadamente para reducir las posibilidades de entrada (Salop, 1979). Esta distinción revela la capacidad potencial de una empresa para modificar las condiciones estructurales del mercado a su favor a lo largo del tiempo, actuando de una forma estratégica.

Algunos economistas (Demsetz, 1982, entre otros) limitan las barreras de entrada a restricciones gubernamentales a la competencia; mientras que otros (Stigler, 1968: 67) las identifican con “aquellos costes de producción que surgen en las empresas que van a entrar en un sector industrial, pero que no existen en las empresas

ya establecidas". Sin embargo, estas definiciones resultan incompletas dado que las barreras de entrada surgen condicionadas por múltiples factores; entre los que destacan:

- La existencia de economías de escala en el sector industrial.
- Un exceso de capacidad instalada, la existencia de activos específicos y de cierta reputación en las empresas ya establecidas.
- Ventajas absolutas en costes de las empresas instaladas, por la existencia de patentes y restricciones legales (Scherer, 1980: 45), por tener acceso privilegiado a determinados factores productivos, por el efecto experiencia (Lyons, 1988), por conseguir economías de alcance⁹ o porque el coste del capital suele ser inferior para las empresas establecidas (Moschandreas, 1994: 43).
- Diferenciación del producto o servicio por parte de las empresas ya establecidas, lealtad a su marca y la existencia de elevados costes de cambio de proveedor por parte de sus clientes.
- Necesidad de un elevado capital inicial para la empresa entrante.
- Integración vertical de las empresas establecidas y su acceso privilegiado a canales de distribución y/o a algunos factores de producción.
- Restricciones legales que limiten la entrada.

La teoría de los mercados impugnables ("*contestable markets*") recoge las condiciones bajo las que se consigue que en un determinado sector no existan barreras de entrada: un mercado se dice que es perfectamente impugnabile si (1) todos los productores tienen acceso a la misma tecnología, (2) pueden existir economías de escala en la producción derivadas de la existencia de costes fijos, pero no deben estar

⁹ Éstas surgen cuando la empresa es capaz de compartir recursos entre diferentes productos o actividades y con ello, consigue un menor coste total que la suma de los costes de producir o realizar las actividades por separado (Baumol *et al.*, 1982).

basadas en la existencia de costes hundidos (no-recuperables) y (3) los partícipes en el sector no pueden modificar sus precios instantáneamente aunque los consumidores respondan instantáneamente a las diferencias en precios (Dixit, 1982; Baumol, 1982). La implicación de estas condiciones es que la entrada en el sector está ausente de barreras de entrada y la salida del sector no implica la asunción de costes específicos.

Cuando los mercados son perfectamente impugnables, los resultados empresariales a largo plazo son los mismos que los que tendrían en un mercado de competencia perfecta, independientemente del número de empresas en el sector; por tanto, “se cumplen las mismas condiciones de optimalidad en el sentido Pareto” (Lyons, 1988). El que las condiciones de impugnabilidad sean menos restrictivas que las de competencia y más orientadas al largo plazo es lo que motiva que el estudio de las barreras de entrada, junto con el número de competidores en el sector, sean considerados factores fundamentales en la mayoría de las legislaciones protectoras de la competencia.

1.2.2. Sector de la distribución comercial.

En el estudio de la competencia en el sector de la distribución comercial, los condicionantes socioeconómicos tienen una notable influencia, sobre todo en cuanto a las transformaciones en el consumidor (Blizzard, 1976; Casares, 1981; Dawson, 1982; Whitefield, 1983; Cruz Roche, I. *et al.*, 1984; Cancelo 1985; Rebollo, 1986: 173-74; Cruz Roche, I; 1986; Castresana, 1987; Departamento de Comercio, Consumo y Turismo País Vasco, 1995; Rodríguez-Del Bosque, Trespalacios y Vázquez, 1995).

Las condiciones que debe cumplir un mercado para que sea de competencia perfecta son: 1) información de oferentes y demandantes perfecta, 2) producto homogéneo y divisible, 3) ausencia de barreras de entrada y salida y 4) empresas precio aceptantes, es decir que exista un gran número de vendedores y compradores. Si se aplican al sector de la distribución comercial, se aprecia, en primer lugar, que no existe un conocimiento perfecto, debido principalmente al elevado coste de obtener información y a su imperfección, asimetría y subjetividad. El coste de adquirir

información por los consumidores es alto debido al elevado número de empresas comerciales que operan en el mercado, que hace difícil para el consumidor conocer los diferentes precios de un mismo producto en cada una de las empresas. Para tener un conocimiento perfecto será necesario visitar o tomar contacto con todas las empresas antes de realizar la compra. Además, el cliente compra una cesta de productos más un servicio que proporciona el establecimiento: la “distribución” del mismo; el precio de este servicio se mide mediante el margen bruto total y es bastante improbable que el consumidor tenga siempre conciencia del mismo. Además, en ocasiones, se produce la venta a pérdida.

En cuanto a la homogeneidad del producto (o servicio), basta con que exista un alto grado de sustitución (Stigler, 1968). Un cliente bien informado puede obtener un mejor servicio y a un coste menor en un determinado establecimiento.

La divisibilidad del producto es un requisito que trata de evitar el que en ciertos casos, en los que se cumplen las otras condiciones, ocurra que uno de los partícipes en el mercado pueda forzar el precio (Stigler, 1968: 106). El consumidor puede visitar varios establecimientos para realizar las compras, pero hay que tener en cuenta que esta divisibilidad tiene un coste en términos de oportunidad (sobre todo para los bienes de conveniencia) y este hecho puede ser explotado por cierto tipo de establecimientos, principalmente por las grandes superficies.

Marco regulador.-

Tradicionalmente, la distribución comercial española ha sido un sector caracterizado por la ausencia de restricciones a la competencia, especialmente desde que en abril de 1985 el conocido “Decreto Boyer” liberalizara los horarios comerciales; lo cual ha posibilitado la aparición de formas de comercialización más modernas, que han ido ganando cuota de mercado en detrimento del pequeño comercio minorista tradicional. Sin embargo, ante esta situación los pequeños comerciantes han solicitado reiteradamente a los poderes públicos algún tipo de protección frente a las grandes superficies y centros comerciales, que han motivado una serie de iniciativas legislativas que contienen graves restricciones a la competencia.

A finales de 1993 se aprobó el Real Decreto-Ley 22/1993, de 29 de diciembre, por el que se establecen las bases para la regulación de los horarios comerciales, fijando un número de 72 horas semanales de apertura y restringiendo las aperturas en domingos y festivos, limitándolas a 8 días al año, aunque el número final puede ser mayor a voluntad de cada Comunidad Autónoma¹⁰. A lo largo de 1994 y 1995, las distintas Comunidades Autónomas (CC.AA.) han hecho uso de esta facultad, restringiendo las aperturas en festivos y estableciendo sanciones para los establecimientos que incumplan la normativa¹¹. En las CC.AA. en las que existía libertad de horarios -Madrid y Andalucía-, la ley significó un paso atrás y mayores restricciones; mientras que en las que no se podía abrir los festivos -Levante y Cataluña- significó un tímido paso adelante.

En la misma línea intervencionista, la Ley de Ordenación del Comercio Minorista aprobada en diciembre de 1995, que entró en vigor en enero de 1996¹², establece una regulación sobre horarios similar a la del Real Decreto-Ley 22/1993, dado que aunque fija que la libertad de horarios se producirá en el año 2001, ésta sólo se aplicará si así lo acuerdan el gobierno central y cada una de las CC.AA. Sin embargo, la legislación sobre horarios en Europa tiende hacia una mayor liberalización (cuadro 1.1.), dados los efectos negativos de las restricciones, principalmente sobre el empleo¹³ y las ventas¹⁴.

¹⁰ A este respecto, según el Tribunal Constitucional, la competencia en materia de horarios comerciales de las CC.AA. vulnera el artículo 149 de la Constitución, que consagra la libertad de empresa y unidad de mercado en todo el territorio nacional (*Fuente: Cinco Días*, 13/9/1995).

¹¹ El País Vasco, Asturias y Navarra siguieron prohibiendo las aperturas en festivos. Todas las CC.AA. que se adhirieron al Decreto fijaron las aperturas en el mínimo, salvo Madrid que lo ha dejado establecido en 14 (*Fuente: "El sector hipermercados en España y la nueva Ley de Comercio", FG Sdad. Valores y Bolsa*, octubre 1995).

¹² El proyecto de Ley de Comercio ha estado más de dos años y medio en tramitación, ha sido objeto de proyectos alternativos por parte del Partido Popular e IU, se han presentado más de 600 enmiendas en el Parlamento y más de 160 en el Senado. El debate de la proposición de Ley en el Senado se celebró durante la semana del 20 al 24 de noviembre de 1995; dejando al Congreso tan sólo tres plenos disponibles, hasta el 28 de diciembre de 1995, para debatir el veto de los senadores (*Fuentes: Cinco Días*, 27/11/1995 y 31/10/1995). En el Congreso se plantearon problemas jurídicos sobre la constitucionalidad de la Ley de Comercio al ceder a las autonomías competencias de horarios, dado que se les concede capacidad de decisión para, en el 2001, mantener la restricción de horarios o liberalizarlos (*Fuente: Cinco Días*, 14/12/1995).

¹³ La regulación de horarios en España ha provocado la pérdida de 9.000 puestos de trabajo desde 1993. La creciente tasa de paro en comercio, hostelería y restauración fue del 8,6; 9,5; 10,2;

	Horario laborables	Horario sábados	Apertura domingos y festivos	Comentarios
REINO UNIDO	Cierre a las 20h	Cierre a las 21h	Libertad horarios	El pequeño comercio ha mejorado
IRLANDA	Libertad horario	Libertad horario	Libertad horarios	Mantenimiento del comercio tradicional
DINAMARCA	De 6 a 17,3h. Posible aumentar 6h semanales en 3 días	De 6 a 12 h.	Libertad de abrir domingos por la mañana	Ha sido muy positiva para el pequeño comercio
SUECIA	Libertad horario	Libertad horario	Libertad horario desde 1992	Incremento del pequeño comercio
ALEMANIA	De 8,3 a 18,3h. Jueves: de 8,3h. a 20,3h	De 8,3 a 13,3h (excepto 1º ó 2º sáb de cada mes, de 7 a 18,3h. y 4 sáb anteriores a Navidad de 7 a 12h.	Domingo y festivos hábiles	Ampliación de horarios de forma progresiva
HOLANDA	De 5h a 18h. Juev ó viernes: hasta 21h	---	Abrir "evening shop" y si la legislación dle propietario lo permite cambiar el domingo por otro día	Presión de la organización de pequeños comerciantes para ampliar horarios
LUXEMBURGO	Del 1/10 al 31/3: cierre 19h Del 1/4 al 30/9: cierre 20h	Sab y vísperas de festivos cierre 20h	Libertad de abrir los domingos por la mañana	---
BELGICA	Cierre 20h Vier y vísperas de festivos: 21h	Cierre a 21h si lunes es festivo	Libertad en determinadas ciudades	La libertad se ha producida por la presión de la Federación de Comer.
ITALIA	Competenc.municip al. Límites máx 9-20h (2h descanso)	---	Apertura en zonas turísticas y grandes ciudades	El pequeño comercio es muy importante
FRANCIA (*)	Abrir 24h respetando la legislación laboral	Abrir 24h respetando la legislación laboral	Abrir 7 festivos. El comercio no asalariado y zonas turísticas pueden abrir todos	Debate sobre la necesidad de ampliar el nº de festivos en que se abren los centros
PORTUGAL	Libertad horario	Libertad horario	Libertad horario	El pequeño comercio ha mejorado su productividad

(*) Existe un proyecto de un plan de ayuda a las pequeñas y medianas empresas, que además regulará la competencia entre las grandes y pequeñas superficies comerciales (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 28/11/1995).

Cuadro 1.1.: Legislación sobre horarios en Europa.

Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 18-19/11/1995.

10,5; 12,9 y 16,0 por ciento durante los años 1988-1993 respectivamente (Fuente: *Ministerio de Comercio*).

¹⁴ En España, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), el cierre de las grandes superficies en días festivos ha producido, en octubre de 1995, una caída de sus ventas del 6,24 por ciento respecto al mismo mes del año anterior en términos nominales (Fuente: *Cinco Días*, 23/11/1995). Para mayor detalle de las implicaciones económicas de la regulación de los horarios de apertura de las empresas de distribución comercial, véase Cruz Roche y Medina, 1995: 81-92).

Otras barreras legales de entrada en el sector de la distribución comercial se refieren a restricciones o limitaciones a la apertura de nuevos establecimientos, que en España difieren de una Comunidad Autónoma a otra, por la transferencia estatal de competencias en materia de comercio¹⁵. La tradicional inexistencia de una Ley General de Comercio a nivel estatal se ha ido solventando con regulaciones parciales nacionales y autonómicas, en un proceso de adecuación de la normativa interna al ordenamiento jurídico comunitario, que regula los temas relacionados con la defensa de la competencia y la limitación de las operaciones de concentración empresarial que la pongan en peligro, en el Reglamento 4064/89 sobre el control de las operaciones de concentración de empresas. A nivel nacional, en materia de competencia, surgen la Ley de Defensa de la Competencia (Ley 16/1989), la Ley de la Competencia Desleal (Ley 3/1991), la Ley de marcas del 10 de noviembre de 1988 y la Ley General de Publicidad del 11 de noviembre de 1988.

A nivel autonómico, las Comunidades que tienen regulada la implantación de grandes superficies comerciales en su territorio, a las que se exigen autorizaciones municipales y/o autonómicas, son Aragón (Ley 9/1989)¹⁶, Canarias (Ley 4/1994)¹⁷, Cataluña (Ley 3/1987 y Decreto 139/1987)¹⁸, Galicia (Ley 10/1988), Navarra (Decreto Foral 2/1988), País Vasco (Ley 9/1983)¹⁹, la Comunidad Valenciana (Ley

¹⁵ Véase el artículo 148, título VIII, Constitución Española, relativo a las materias cuya competencia es asumible por las Comunidades Autónomas.

¹⁶ El Gobierno de Aragón modificó la Ley de Ordenación de la Actividad Comercial 9/1989, que desarrolla el Plan de Equipamientos, para introducir la figura de la licencia autonómica. A partir de septiembre de 1995, la instalación de establecimientos está supeditada a la licencia autonómica y a la anteriormente existente: la municipal (*Fuente: Cinco Días*, 17/8/1995).

¹⁷ Esta Comunidad Canaria, en octubre de 1995, recurrió la decisión del Ayuntamiento de La Laguna de conceder licencia de apertura de una gran superficie comercial a la multinacional holandesa Makro Autoservicio, por haber incumplido la legislación de Equipamientos Comerciales de la Comunidad, al acordar la apertura omitiendo el preceptivo informe de impacto socioeconómico (*Fuente: La Gaceta de los Negocios*, 7-8/10/1995).

¹⁸ Con base en estas leyes, la Generalitat ha paralizado desde abril de 1994 la implantación de grandes superficies en Cataluña al no concederles el permiso de instalación (concretamente frenó la construcción de seis proyectos de empresas como El Corte Inglés, Continente, la cadena de bricolaje Akí o Alcampo). Sin embargo, el tribunal de justicia de Cataluña ha cuestionado el veto de la Generalitat a las grandes superficies, al emitir una sentencia que autorizó la implantación de una gran superficie de Continente en Terrasa (Barcelona), pese a que el proyecto había sido rechazado por la Generalitat (*Fuente: Expansión*, 25/11/1995).

8/1986)²⁰ y Andalucía²¹; habiendo sido objeto de recurso ante el Tribunal Constitucional ciertos artículos de estas normas, por ejemplo, el artículo 17 de la Ley 8/1986 de la Generalidad Valenciana (Coopers & Lybrand, 1994: IV 3-IV 7). En este sentido, en la reciente Ley General de Comercio (artículo 6) (Tribunal de Defensa de la Competencia, 1995: 102-105), se prevé el establecimiento de una segunda licencia, adicional a la que otorgan los Ayuntamientos, que deberá conceder la Comunidad Autónoma correspondiente, para que se pueda instalar en su territorio una superficie comercial de más de 2.500 metros cuadrados²². La concesión de esta licencia se basará en la valoración (discrecional) del impacto que la apertura de la gran superficie pueda tener sobre el comercio minorista de la zona²³. Adicionalmente, frenar la expansión de las grandes superficies reforzará el poder de mercado de aquellas que ya se han establecido, que no tendrán que enfrentarse a nuevos competidores²⁴. Por el contrario, si no se limita la apertura de grandes empresas de distribución comercial aumentará la competencia entre ellas, lo cual se traducirá en una oferta mayor, más variada y a mejores precios. En el ámbito europeo, en Alemania se controla la apertura para

¹⁹ Basándose en esta Ley, el Ayuntamiento de Baracaldo (Bilbao) impuso una sanción de 300 millones de pesetas a Max Center por edificar una superficie mayor a la autorizada (*Fuente: Cinco Días*, 14/8/1995).

²⁰ En noviembre de 1995 la Consejería de Industria y Comercio de la Generalidad Valenciana suspendió indefinidamente la concesión de licencias para la instalación de grandes superficies hasta que elabore un Plan de Acción Territorial que regule la distribución. Ello supuso la paralización de expedientes que afectan a unos 135.000 metros cuadrados (*Fuente: Expansión*, 15/11/1995).

²¹ La implantación de una gran superficie en Andalucía requiere, además de la licencia municipal, la autorización de la Junta de Andalucía, según se establecía en el proyecto de Ley de Comercio Interior que aprobó el 29 de agosto de 1995 el Ejecutivo autonómico. Se establecía la creación de una comisión de comercio interior, para asesorar a la Junta en esta materia, mediante la realización de informes en los que se analiza la repercusión de la instalación de nuevos comercios (*Fuente: Expansión*, 30/8/1995).

²² La Ley de Comercio pretende proteger a la pequeña empresa. Sin embargo, al definirla en función de los metros cuadrados por establecimiento puede no cumplir su objetivo, porque empresas con un gran número de establecimientos con una superficie de venta inferior a 2.500 metros cuadrados serían consideradas pequeñas. La pequeña empresa debería haberse definido por su número de empleados y superficie de venta total, en la Ley de Comercio.

²³ Esta medida favorece la entrada de nuevos competidores de menor superficie de venta, como los poderosos *hard-discount* alemanes (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 18-19/11/1995).

²⁴ Algunas grandes empresas de distribución comercial, ante estas restricciones a la competencia, han desviado sus inversiones a otros países paralizando sus planes de crecimiento en el mercado español. Entre otros, es el caso de Alcampo, que durante 1994 desvió sus inversiones a Portugal (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 29-30/7/1995).

superficies superiores a 1.000 metros cuadrados; en el Reino Unido existe un control local de las nuevas aperturas y en Francia se requiere una autorización para la apertura de superficies comerciales superiores a 1.000 metros cuadrados, si el municipio tiene menos de 40.000 habitantes y a 1.500 si tiene más (FG, 1995).

La Ley General de Comercio también limita las temporadas de rebajas a dos: una a finales de año y otra coincidiendo con el período estival, estableciendo una duración mínima de una semana y máxima de dos meses (artículo 25)²⁵; prohíbe la "venta a pérdida" o "en pirámide" (artículo 14) (a un precio inferior al coste de adquisición al proveedor o al coste de producción)²⁶, regula las ventas en liquidación, con obsequios, a distancia, directa, automática, ambulante, en subasta y en régimen de franquicias; es decir, por debajo del precio de adquisición; y autoriza a las entidades bancarias a vender productos financieros en comercios tradicionales, pero prohíbe la exposición y venta de productos en bancos y cajas de ahorros.

Otro tema objeto de regulación, que será tratado con mayor detalle en el apartado 2.2. de este trabajo, es el de los plazos de pago a proveedores. La mencionada Ley, atendiendo a las conclusiones de una Ponencia Especial que se constituyó en el Congreso de los Diputados para analizar este tema, establece que en aquellos casos en que se pacte un plazo superior a 60 días será necesario instrumentar la operación mediante letras de cambio, e incluso aportar un aval si la operación supera determinada cuantía²⁷. Además, se establece que las demoras sobre el plazo acordado

²⁵ La fijación de un período mínimo plantea la pregunta de que ocurrirá si se agotan las existencias antes de la semana. En un análisis de la regulación de las rebajas en los países de nuestro entorno, se aprecia que en El Reino Unido pueden establecerse rebajas a discreción durante todo el año. En Alemania sólo se permiten dos semanas en verano y dos en invierno, de forma excepcional se permite la liquidación por cierre o rebajas por aniversario y los descuentos están prohibidos -sólo se permite un 3 por ciento al personal y en caso de compra de grandes cantidades-. En Italia los saldos o ventas extraordinarias están minuciosamente reguladas por la Ley de 1991, que define tres supuestos: liquidaciones por cese total o parcial, cesión del negocio o del local, o reforma, rebajas de fin de temporada -limitadas a dos meses en verano y dos en invierno- y ventas promocionales. Francia dispone de una reglamentación muy rígida sobre las rebajas, que sólo pueden realizarse en verano y en invierno, en períodos aproximados de un mes; aunque en la práctica los comerciantes hacen uso del apartado de la ley referido a las promociones y mantienen las rebajas todo el año (*Fuentes: Gaceta de los Negocios*, 18-19/11/1995; *El País*, 29/11/1995 y *Dinero*, N 630, 4/12/1995).

²⁶ Ello elimina la posibilidad de desprenderse de *stocks*, aumentando los costes de existencias y almacenamiento, además de las consecuencias que conlleva para la tesorería de un pequeño empresario mantener el inmovilizado (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 18-19/11/1995).

de pago devengarán intereses de al menos un tipo 1,5 veces superior al tipo de interés legal del dinero²⁸.

El objetivo que se persigue con estas iniciativas legislativas es proteger al comercio minorista tradicional, con el fin de frenar su pérdida de cuota de mercado (véase a este respecto el Informe sobre el Comercio Interior y la Distribución en España, Tomo I: Análisis descriptivo, marzo 1995, Ministerio de Comercio y Turismo). Sin embargo, estas medidas resultan claramente contraproducentes para el sector, incluido el comercio tradicional, que continua perdiendo cuota de mercado²⁹. La supervivencia de este tipo de comercio depende de su capacidad para modernizarse, de especializarse en aquellos ámbitos en los que puede resultar competitivo o de buscar formas alternativas de organización, como el asociacionismo o la franquicia. Sendas transformaciones en esos ámbitos no serán emprendidas al amparo de la protección³⁰.

La legislación medioambiental también condiciona la expansión y actividad de las grandes superficies: tal es el caso de la Ley de reciclaje que ha entrado en vigor el 1 de enero de 1996, obligando a las cadenas de distribución a adelantar el dinero de los

²⁷ Establecer una reglamentación inferior a los 90 días, el plazo de pago más utilizado en España, sería discriminatorio. Además, las grandes cadenas operan casi siempre con documentos negociables (Ministerio de Comercio y Turismo, 1995: *Medios de pago en el comercio minorista*).

²⁸ Igualmente, este punto también supondría un agravio comparativo. No olvidemos que los morosos más importantes del Estado español son las propias Administraciones Públicas. Por otra parte, pocos proveedores se atreverán a pedir intereses de demora si "por casualidad" hay un retraso en los pagos.

²⁹ Las grandes superficies ganaron en los nueve primeros meses de 1995 un 5,8 por ciento de cuota de mercado de alimentación y bebidas respecto al mismo período del año anterior; mientras los comercios tradicionales y supermercados perdieron un 6,8 y un 5,1 por ciento, respectivamente (INE).

³⁰ En el análisis de la evolución del sector realizado a lo largo de este capítulo, se constatará una continua reducción del número de establecimientos de comercio tradicional. Durante el ejercicio 1994, a pesar de que entró en vigor el Decreto-Ley de regulación de horarios comerciales, desaparecieron 2.492 establecimientos de este tipo, con lo que se redujo la cuota de mercado cubierta por los mismos 2 puntos porcentuales, al situarse en el 13 por ciento en enero de 1995 (*Fuente*: Nielsen, 1995). Además, la experiencia de otros países muestra que en aquéllos en los que no hay regulación y se han flexibilizado los horarios, el comercio tradicional ha cobrado relevancia -Italia, Portugal, Gran Bretaña, Suecia, Bélgica, Japón, EE.UU., Alemania, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo y Países Bajos, principalmente- (*Fuente*: *Gaceta de los Negocios*, 29-30/7/1995). Igualmente, en España, a pesar de las barreras existentes a la libertad comercial en determinadas ciudades -por ejemplo, Barcelona, con una fuerte regulación desde 1985-, el ritmo de destrucción del comercio tradicional ha sido superior al de aquellas otras en donde ha existido libertad de horarios tradicionalmente -por ejemplo, en Madrid hasta el verano de 1994- (*Fuente*: *Gaceta de los Negocios*, 26/9/1995).

envases devueltos y a instalar sistemas de recogida para todos los envases, aunque no hayan sido adquiridos en ellas³¹.

Además, en la distribución de ciertos productos, han existido tradicionalmente monopolios -es el caso de las farmacias, los estancos, las librerías y hasta hace poco las gasolineras y la leche infantil en farmacias³²-, que obstaculizan la competencia en precios³³. Las grandes superficies tienen interés en introducirse en estos segmentos de distribución³⁴.

³¹ Fuentes: *Cinco Días*, 26/10/1995; *Expansión*, 6/11/1995; *Cinco Días*, 6/11/1995.

³² Según un Real Decreto de enero de 1996 las farmacias han perdido el monopolio en la venta de leche infantil. La liberalización de la venta de leche infantil en Francia en 1992 significó una reducción de precios del 30 por ciento (Fuente: *Cinco Días*, 12/12/1995). A las farmacias y estancos no se les aplica la Ley de Comercio de diciembre de 1995 en los aspectos regulados por sus normativas específicas (Fuente: *Cinco Días*, 22/12/1995).

³³ Por ejemplo, los precios de determinados productos farmacéuticos (leche infantil) vendidos en exclusiva se elevaban hasta un 40 por ciento (Fuentes: *El País*, 8/10/1995; *Expansión*, 14/10/1995 y 27/10/1995). Igualmente, analizando el antecedente francés en la venta de carburantes en los hipermercados, se aprecia una relación directa entre el incremento de grandes superficies que venden carburantes (han pasado de 990 en el año 1975 a 4.075 en 1993) y la disminución del precio medio de gasolina super en Francia (el PVP sin impuestos se ha reducido de 2,208 francos/litro en 1983 a 1,075 en 1994). Del mismo modo, se observa que en los países donde la distribución de carburantes en los hipermercados tiene cierta relevancia -Francia, Reino Unido y Dinamarca, por orden de importancia-, los precios medios de la gasolina super son más reducidos (26,13; 30,44 y 32,48 pesetas por litro, sin impuestos, respectivamente, frente a 33,82 en España en el año 1995) (Fuente: *Expansión*, 16/10/1995). En España, a raíz de que un establecimiento de la cadena Caprabo vendiera el litro de gasolina 3 pesetas más barato en septiembre de 1995, una estación de Repsol redujo su precio 3,5 pesetas (Fuente: *Cinco Días*, 26/9/1995). A su vez, Eroski ofrecía en octubre de 1995 una rebaja de hasta 17 pesetas por litro de gasolina (Fuente: *Expansión*, 14/10/1995). La guerra de la gasolina en Cataluña hizo que la Federación Catalana de Estaciones de Servicio y la Confederación de Comercio de Cataluña acordaron vender el litro de gasolina 20 pesetas más barato en las 800 estaciones de servicio federadas a los clientes que presenten un vale descuento adquirido al hacer sus compras en los más de 90.000 comercios agrupados (Fuente: *Expansión*, 14/12/1995). Dicha guerra se extendió a toda España al sumarse la patronal de comercio (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 21/12/1995).

³⁴ De hecho, en algunos, ya liberalizados, son varias las grandes empresas de distribución que comercializan esos productos, incluso mediante "marcas blancas" (gasolina de Eroski y de Caprabo) -por ejemplo, Eroski, Alcampo y Caprabo en la distribución de carburantes-. Algunas marcas de leche infantil también se venden en ciertas grandes empresas de distribución, que están dispuestas a contratar personal especializado para atender esas áreas de productos farmacéuticos dentro las grandes superficies (Fuentes: *Actualidad Económica*, 25/9/1995: 30-31 y *El País*, 8/10/1995). Sin embargo, un juez paralizó la venta de libros en tres hipermercados: Alcampo, Jumbo y Continente, alegando que vulneraban la Ley de Competencia Desleal (Fuente: *Cinco Días*, 13/9/1995).

Igualmente, existen barreras “técnicas” de entrada en el subsector de las grandes superficies, basadas en la necesidad de elevado capital inicial para iniciar dicha actividad; así como de salida, ya que se emplean algunos activos específicos, como las cajas registradoras y los “scaners”, entre otros, que suponen elevadas inversiones y son difíciles de revender en el mercado.

Por último, la necesidad de que existan un gran número de vendedores y compradores, para garantizar que carezcan individualmente de influencia sobre el precio y que actúen independientemente, se refiere al requisito de que la concentración en el sector sea baja. Debido a la importancia que esta característica estructural puede tener en el origen de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial, debida a su elevado poder de negociación frente a proveedores, se analiza en un apartado específico.

Concentración empresarial.

A semejanza del proceso de concentración en la industria en los años 60 y 70 que diera lugar al nacimiento y desarrollo de la empresa multinacional (Chandler, 1987); en la década de los 80 se inició un proceso parecido en la distribución comercial, que dio lugar al nacimiento y desarrollo de una integración corporativa.

Son dos los procesos que simultáneamente van configurando la nueva estructuración del sector de la distribución comercial, al tiempo que contribuyen a su modernización: por un lado, el número de empresas de distribución comercial se reduce continuamente y por otro, se incrementa el tamaño de un reducido número de ellas. De este modo, en este sector conviven un grupo reducido de grandes empresas que se encuentran en pleno proceso expansivo, junto con el grueso de las empresas que se debate entre la resistencia complicada o la rendición, materializada en los distintos casos de cierres o suspensiones de pagos acaecidos en los últimos años ³⁵.

³⁵ Entre otros, en España destacan los casos de empresas como Digma, Más por menos, Coalma, El Tiburón, Doroteo, San Juan, Dogofesa, Barcenilla, Hiper Valme y recientemente Mantequerías Leonesas (esta última, en diciembre de 1995, presentó suspensión de pagos en dos de sus filiales, Supermercados Rubio y Comercial Rubio, propietarias de la mayor parte de su activo inmobiliario y comercial, compuesto por 21 tiendas, *Fuente: Cinco Días*, 11/12/1995).

Entre los factores determinantes de este proceso de concentración, se encuentran principalmente los siguientes:

a) La creciente competencia derivada de la globalización de los mercados, sobre todo a raíz del ingreso de España en la Comunidad Europea en 1986, y la entrada en vigor del Acta Unica en enero de 1993, y del Tratado de la Union Europea (UE) en febrero de 1994.

Las empresas tienden a buscar mayores tamaños, al objeto de lograr un mejor posicionamiento frente al nuevo marco competitivo definido para nuestra economía tras el ingreso de España en la UE; teniendo en cuenta además, la amenaza de las grandes empresas de distribución comercial europeas, que con unas tecnologías y procesos de distribución muy avanzados, inician procesos de internacionalización, o más bien de "europeización", incitadas fundamentalmente por el mayor grado de madurez en que se encuentran sus respectivos mercados y el potencial de crecimiento de mercados como el español.

Las principales desventajas de la distribución española respecto a la de los países más avanzados son la atomización del sector, el bajo nivel profesional de las plantillas, las técnicas de gestión utilizadas, la escasa capacidad financiera, el nivel tecnológico, la gama de servicios ofrecidos y la calidad del servicio al cliente. El pequeño tamaño de las empresas de distribución española hace difícil que puedan competir con los grandes grupos europeos ³⁶.

La inversión directa extranjera realizada en España, en el comercio y otros servicios se situó en la cota más baja (6,36 por ciento) del total de la inversión directa extranjera en España en el período enero-mayo de 1994 (Dirección General de Economía Internacional y Transacciones Exteriores, Ministerio de Economía y Hacienda; Boletín Estadístico del Banco de España). Sin embargo, los datos más recientes muestran una tendencia alcista.

³⁶ Se estimaba que, en 1988, existían 540.000 establecimientos minoristas; un comercio por cada 73 habitantes, cuando la media comunitaria era de uno por cada 102 habitantes (casi un 30% de establecimientos de exceso) (Iresco, 1977).

Así, en el último año, los inversores extranjeros han optado por adquirir mayores participaciones en empresas españolas ya constituídas, actividad que reflejó un aumento de casi el 100 por cien; por el contrario, la creación de nuevas empresas sufrió un retraimiento. Así, al analizar la evolución de la inversión extranjera de cartera, se apreciaba en 1991, participación extranjera en 24 empresas de distribución alimentaria españolas, mediante capitales procedentes de Francia, Holanda, Hong Kong, Bélgica, Portugal, Reino Unido, Irlanda, Alemania y EE.UU. (Alimarket, 1992: 25). En 1993, las empresas españolas participadas por capital extranjero procedente de los mismos países y de Italia y Suiza había aumentado a 33 (Alimarket, 1994: 45)³⁷.

b) Las empresas de distribución comercial, buscan igualmente una dimensión mínima que les permita conseguir mayor cuota de mercado, para poder ostentar mayor poder en las negociaciones con los grandes fabricantes y con sus clientes.

Las vías disponibles para lograr una mayor dimensión no son sólo las fusiones y adquisiciones, esto es, crecimiento externo, ni el crecimiento interno, sino también el establecimiento de formas de cooperación y alianzas, permanentes o esporádicas, asociaciones y coaliciones cooperativas³⁸.

El asociacionismo se presenta como una alternativa al comercio tradicional³⁹, para poder reducir sus costes logísticos y de administración mediante la gestión compartida de recursos, aumentar su poder en la negociación con sus proveedores por realizar las compras en común con un fuerte "pago centralizado" y poder competir frente a las agresivas grandes superficies.

³⁷ Según un estudio Delphi realizado en el sector alimentario español, continuará aumentando la participación extranjera en las empresas españolas, con capitales procedentes de otros países de la UE, especialmente Francia (Andersen Consulting, 1990, a).

³⁸ En España, donde aproximadamente el 85% del comercio está en manos de las PYME, el Gobierno y las autonomías en el Plan Marco de Modernización del Comercio Interior destinarán alrededor de 60.000 millones de pesetas para la modernización del pequeño y mediano comercio hasta el año 2000 incluido. Dentro de este Plan uno de los programas específicos es la "cooperación empresarial" con el objetivo de fomentar el asociacionismo y la integración (*El País*, 14/5/1995).

³⁹ La supervivencia de este tipo de comercios depende de su capacidad de adaptación a los cambios en el entorno, especialmente a su capacidad de ofrecer un servicio especializado al consumidor (García Falcón y Rodríguez Díaz, 1995).

De este modo, las sociedades de distribución comercial o bien forman cooperativas, o bien se incorporan como empresas asociadas a las centrales de compra; que, a su vez, han iniciado un proceso de reestructuración en los últimos años, ya que de las quince centrales (Vivó, Spar y Centra, entre otras) que existían hace cinco años, sólo han quedado cuatro, que han aumentado su poder de compra frente a los grandes grupos de distribución⁴⁰ -cuadro 1.2.-. Además, las centrales tienden a formar parte de organizaciones europeas que negocian las compras directamente con los fabricantes multinacionales⁴¹.

	Ventas 31-12-1994 (mill. ptas.)	Número de asociados	Número de locales
IFA (16,72%)*	1.001.680	80	2.554
EUROMADI (11%)*	970.000	130	8.649
VIMA (13%)*	574.000	190	850
Plataforma Detallista	530.000	233	7.400

* Cuota de mercado sobre el volumen total de ventas en el sector en 1994.

Cuadro 1.2.: Centrales de compra líderes en España en 1994 (controlan el 56% del mercado).

Fuentes: Expansión 9/2/1995 y 18/12/1995; Cinco Días 7/3/1995.

c) Otra de las causas del fenómeno de concentración en el sector es el deseo de conseguir economías de escala en la organización, tales como acceso a la financiación vía recursos propios; rendimientos a escala en compras, *marketing*, *merchandising*, tecnologías de la información, formación del personal y logística. Esto ha motivado numerosos procesos de fusiones y adquisiciones.

⁴⁰ Euromadi absorbió a Centra y Spar; asociación de Cobreros Dialco al Grupo IFA; Simago se incorporó a Euromadi; fusión de Vivó y Maesa, surgiendo Vima; fusión de las centrales Uda (27 cooperativas) y Unagrás (130 asociados y dos últimas incorporaciones: el grupo de Alimentación Ferrándiz y el Rancho Gloria), dando lugar a la Plataforma Detallista.

⁴¹ Por ejemplo, Euromadi está integrada en la sociedad EMD Europa, de la que también forman parte centrales de Austria, Dinamarca, Alemania, Gran Bretaña, Italia, Irlanda, Holanda y Portugal.

En el sector de la distribución comercial existe un tamaño mínimo eficiente del establecimiento a efectos de poder implantar los formatos comerciales innovadores, que requieren elevadas inversiones en I+D y en potenciar la imagen de marca, para lo cual es necesario emplear un gran volumen de recursos en publicidad.

d) El proceso de concentración se ha acelerado en los últimos años a causa de su desfase con respecto al de la industria manufacturera, que tiende a una “integración internacional” o globalización con objeto de obtener economías de escala (Terres de Ercilla, 1993).

e) Las marcadas deficiencias estructurales del sector de la distribución comercial español, en el marco del mercado único europeo, han motivado igualmente este proceso. La infradimensión del número de hipermercados en territorio español en comparación con el resto de Europa ha sido un factor determinante en la aparición de grandes superficies en España ⁴².

Del mismo modo, se llega a igual conclusión cuando se analiza la “ratio” de superficie de venta por cada 1000 habitantes, que es en España (36 m²/1000 hab.) la más baja del resto de los países europeos, excepto Italia, y que está por debajo de la media comunitaria (130 m²/1000 hab.)⁴³.

El débil grado de concentración de la oferta queda también reflejado en la cuota de mercado de las cinco mayores empresas españolas, que en 1993 únicamente alcanzaron un 12,1 por ciento de la cuota de mercado de alimentación, frente a un 61 por ciento de las cinco mayores empresas alemanas, un 50,5 por ciento de las del Reino Unido y un 47,1 de las de Francia. El primer distribuidor alimentario, Pryca, representa menos de un cinco por ciento del conjunto detallista alimentario, frente al 9,2 por ciento que representa el primer grupo alemán, Rewe, o el más del 10 por ciento de los líderes en Francia, Intermarché, o en el Reino Unido, Sainsbury ⁴⁴.

⁴² El número de hipermercados por millón de habitantes, en mayo de 1994, era en Francia de 14,4; en Alemania, 13,2; en Gran Bretaña 12; en Bélgica, 8,9; en España 4,1 y en Italia 1,7 (Fuente: Beta Capital).

⁴³ En el Reino Unido, la superficie comercial es de 252 metros cuadrados/1000 habitantes, en Francia de 210, en Alemania de 28 y en Holanda de 86 (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 21/11/1995).

Dentro del marco de la UE, de las diez primeras empresas, sólo dos -Metro y Tengelmann- aparecen en un "*ranking*" mundial de las mayores diez empresas de distribución minorista -encabezado por Sears & Roebuck y otras seis empresas americanas e incluyendo a la japonesa Saibu-. La mayor empresa española de distribución -El Corte Inglés- ocuparía en el "*ranking*" de la UE aproximadamente el puesto venticinco (según datos de 1990).

El menor grado de concentración del sector en España respecto del resto de los países de la UE, se explica por su menor madurez. En sectores empresariales nacientes, salvo en aquellos muy intensivos en capital o con barreras de entrada altas, se suele empezar con una alta fragmentación de empresas. Posteriormente, en la fase de crecimiento, las empresas, para mantener sus cuotas de mercado, han de aumentar sus activos en la misma proporción que crece el sector. Por último, en la fase de madurez, suele existir una tendencia hacia la concentración empresarial, aumentando fuertemente la rivalidad competitiva y asentándose los diferentes grupos estratégicos del sector ⁴⁵.

En España, el proceso de concentración es más tardío. Sin embargo, actualmente se está produciendo un incremento del grado de concentración en los países del sur de Europa, eliminándose los desequilibrios que existen dentro de la UE, en cuanto al grado de concentración⁴⁶.

f) El proceso actual de reestructuración del comercio español, en busca de una mejor redefinición de su oferta y una más adecuada segmentación de los mercados,

⁴⁴ Cuota de mercado nacional (%) del año 1992 de algunas principales empresas europeas: en el Reino Unido: Sainsbury's, 12,1; Tesco, 11,2 y Argyll, 7,4; en Alemania: Asko, 4,4; Rewe, 1,6; Edeka, 2,8 y Massa, 1,2; en Francia: Carrefour, 10,2; Promodés, 9,1; Casino, 7,2 y Docks de France, 3,3; en Holanda: Ahold, 7,9; en Italia: Rinascente, 5,2 y Standa, 4,6; en Bélgica: Delhaize, 5,4 y Gib, 9,5. (Roland & Berger, 1994).

⁴⁵ Italia y Portugal muestran una evolución muy lenta del comercio moderno, España se encuentra en fase de desarrollo; y Francia, Reino Unido y Alemania, Holanda y Dinamarca están en período de madurez (incluso iniciando un nuevo ciclo los dos últimos) (Coopers & Lybrand, 1994).

⁴⁶ Los países de menor concentración son, en primer término Italia, después España, Portugal y Grecia (Roman, 1994).

está en gran parte impulsado por la incorporación de nuevas tecnologías y la adaptación a los nuevos gustos y necesidades de la demanda.

En un breve análisis de la demanda, se perciben los siguientes cambios significativos en los hábitos de compra de los consumidores, que influyen en el proceso de concentración, al suponer un incremento en la cuota de mercado de las grandes superficies y una disminución en la de las pequeñas empresas de distribución comercial⁴⁷:

1) Cambios demográficos: mayor número de hogares compuestos por individuos aislados o parejas sin hijos, en las que trabajan los dos miembros. Asimismo, la población es una buena variable explicativa del comportamiento de la estructura comercial detallista, como demostraron empíricamente Rodríguez-Del Bosque, Trespalacios y Vázquez (1995: 155-175) en su aplicación al caso asturiano, concluyendo que la evolución poblacional de los municipios marcará a la larga la pauta de su estructura comercial.

2) Cambios en los estilos de vida e incorporación de la mujer al trabajo: menos tiempo para la realización de la compra⁴⁸, realización de compra de mayor volumen por acto de compra, impacto de los horarios de apertura, mayor aprecio al tiempo libre, individualismo⁴⁹.

⁴⁷ Sainz de Vicuña, 1992; Dpto. de Comercio, Consumo y Turismo del Gobierno Vasco, 1995; Contabilidad Trimestral del INE 1994; Cuentas Económicas de Eurostat, 1994; Encuesta de opinión del consumidor de Eurostat, 1994; Encuesta de comercio minorista de Eurostat, 1994; Encuesta Continua de Presupuestos Familiares. INE, 1994; Ministerio de Comercio y Turismo, 1995.

⁴⁸ El tiempo es un recurso no renovable; su pérdida es irreversible, por lo que el coste de oportunidad asignado a su uso es muy alto. La concentración de la oferta en hipermercados, supermercados o grandes almacenes, permite maximizar ese recurso escaso y utilizarlo con mayor eficiencia al reducir los costes de transacción a los que debe hacer frente el consumidor. Por este mismo motivo las tiendas de conveniencia empiezan a proliferar en España (desde 1996 hasta el año 2000 Shell pretende abrir 120 tiendas de conveniencia "Select" en gasolineras españolas ubicadas en zonas urbanas, con la intención de atraer también a clientes que no van a repostar carburante, *Expansión*, 24/11/1995).

⁴⁹ En este sentido, una encuesta realizada, durante el mes de septiembre de 1995, por la Unión de Consumidores de España a 3.304 mujeres y 1.303 hombres de Cataluña, Madrid y Andalucía, reveló los diferentes comportamientos de compra de las personas en función de los estilos de vida característicos de cada ámbito geográfico. Un 70 por ciento de los catalanes estaban a favor de la libertad de horarios, dado que consideraban que el trabajo era lo más importante de todo, frente a un 44

3) Cambios en los factores culturales: Desarrollo de la compra como acto de esparcimiento; consumidor más informado de la calidad de los productos (Merry del Val, 1995), no ligado ni al establecimiento ni a la marca, con una escala de valores diferentes, y con preferencia del autoservicio como forma de compra; papel del hombre más significativo en la decisión de compra de productos de uso doméstico; comida fuera del hogar; ahorro en productos básicos⁵⁰ y mayor deseo de valor añadido (gasto en servicios)⁵¹.

4) Desarrollo de la tecnología de compra: de infraestructuras (frigoríficos, que ofrecen la posibilidad de almacenar productos perecederos en casa); de información (televisión, teléfono, ordenador); de desplazamiento (automóviles).

El desarrollo de los establecimientos de distribución viene marcado en los últimos años por la aplicación de tecnologías avanzadas en los sistemas de venta. Así, las nuevas tecnologías han permitido a estas grandes superficies aplicar nuevas fórmulas de distribución como la venta domiciliaria⁵², por ordenador a través de redes

por ciento en Andalucía, donde el tiempo libre era considerado un "derecho sagrado" (*Fuente: Cinco Días, 5/10/1995*).

⁵⁰ La búsqueda por el consumidor de mejores precios en productos básicos le ha llevado a preferir los hipermercados y fórmulas "discount"; y es que, según un análisis realizado por Nielsen en 1995 sobre 54 productos de alimentación, droguería y perfumería, un producto de alimentación adquirido en un establecimiento de este tipo es el 7,8 por ciento más barato que comprarlo en supermercados grandes, el 9,7 más económico que en supermercados pequeños, el 23 por ciento respecto a autoservicios y el 26 por ciento en relación a tiendas tradicionales. En el segmento de droguería y perfumería, el hipermercado resulta el 35,3 y el 7,3 por ciento más barato que las droguerías y los supermercados pequeños, respectivamente (*Fuente: Nielsen*).

⁵¹ Un estudio de Dympanel sobre los hábitos de compra del consumidor español reveló que en la elección de establecimiento un 28 por ciento de los consumidores se fijan en la calidad de los productos, un 18 por ciento en los precios, un 15 por ciento en la higiene del establecimiento y un 11 por ciento en la distancia desde su domicilio. Sin embargo, es difícil establecer un cliente tipo, dado que el consumidor es cada vez más heterogéneo y sus hábitos de compra son cambiantes (*Fuentes: Cinco Días, 27/10/1995 y 22/12/1995; Expansión, 30/10/1995*). Igualmente el consumidor europeo es más exigente y contradictorio; busca en los productos calidad, hiper-surtido, garantías, innovación técnica permanente, precios más bajos y "compensaciones" adicionales (regalos, descuentos,...) (*Fuente: Expansión, 11/12/1995*).

⁵² Las empresas de venta a domicilio facturaron 115.000 millones de pesetas en 1994, lo cual significó un aumento del 26 por ciento con respecto al año anterior. Con esta facturación España ocupa el quinto lugar en Europa por volumen de venta directa, después de Alemania, Francia, Reino Unido e Italia (*Fuentes: datos de la Asociación de Empresas de Venta Directa de España y Cinco Días, 16/11/1995*).

de información, como la red Ibertex de Telefónica o la red Internet⁵³, por correspondencia, los distribuidores automáticos, el uso de catálogos electrónicos o la televenta⁵⁴.

La distribución es cada vez una actividad más intensiva en capital, al necesitar sistemas de información y comunicación muy avanzados⁵⁵, un *software* en el punto de venta ⁵⁶, y un mayor nivel de equipamiento en cuanto al número de cajas registradoras, ordenadores, lectores de barras y datáfonos, lo que provoca movimientos financieros importantes en la estructura del sector y obliga a las empresas a adquirir una dimensión crítica mínima.

Medidas de la concentración:

La metodología a aplicar para un estudio empírico de los datos de tal proceso de concentración se basa en un enfoque positivo, que radica en el cálculo de indicadores de concentración, considerando como variable representativa de la cuota de mercado las ventas.

⁵³ A partir de noviembre de 1995, el grupo Corte Inglés, a través de su división de venta a distancia La Tienda en Casa, ha sido el primer grupo de distribución español que ha puesto a disposición de sus clientes la posibilidad de comprar desde su casa a través de Internet, con sólo teclear desde el ordenador los productos deseados. Servicom, empresa que le ha proporcionado el acceso a la red, se lleva el tres por ciento del importe de las ventas que se producen por este sistema (*Fuentes: Cinco Días*, 7/11/1995; *Expansión*, 9/11/1995; *Dinero*, N.627, 13/11/1995).

⁵⁴ Durante el año 1993 la venta a distancia ha canalizado 100.000 millones de pesetas en artículos (Rodrigo, I.: "Los grandes almacenes hacen crecer la venta por teletienda. Una tienda como una casa", *Dinero*, N° 538, 13-dic.-1993, pp. 37-39).

⁵⁵ Como el EDI (*Electronic Data Interchange* o Intercambio Electrónico de Datos), que permite transmitir información vía ordenador y sirve para simplificar, acelerar, evitar errores y abaratar todo tipo de operaciones de pedido, pago, comprobaciones, distribución y gestión de stocks; de manera que proveedores, distribuidores, entidades financieras y clientes pueden estar intercomunicados permanentemente con este sistema, permitiendo una reducción del ciclo comercial. El Corte Inglés es, junto a los grandes bancos españoles, uno de los clientes de la red creada por Telefónica para el intercambio inmediato de información, *InfoVía*, que funciona en España a partir de enero de 1996 (*Fuente: Expansión*, 5/9/1995). El Corte Inglés, junto con Argentaria y Banesto son las compañías más activas en el servicio de ofrecer sus productos a través de redes de información (*Fuente: Epansión*, 20/12/1995).

⁵⁶ Existen dos programas de *software* para mejorar la gestión en el punto de venta: el *Direct Product Profit* (Rentabilidad Directa por Producto), que permite determinar la ganancia atribuida a cada referencia, y el *Spaceman*, que ayuda a gestionar el espacio que se debe asignar a cada uno de los productos en las diferentes estanterías del establecimiento (*Actualidad Económica*, 9 enero 1995).

El proceso de concentración de un determinado sector se traduce, por regla general, en dos efectos: la disminución en el número de entidades concurrentes y el incremento relativo en la dimensión de las mismas. Y de ahí la posibilidad de medir el grado de concentración sectorial en un momento dado mediante dos medidas o indicadores complementarios: uno, que radica en el número de entidades que operan en el sector, y otro, que pone el énfasis en el tamaño de las entidades subsistentes. La primera es una medida de la concentración absoluta, mientras que la segunda evalúa la concentración relativa, al referirse a las diferencias de tamaño entre las entidades o a las cuotas de mercado ostentadas por las mismas ⁵⁷.

En primer lugar, los índices o "ratios" de concentración absoluta, R_i , reflejan las proporciones que representa el volumen de ventas en las primeras i -empresas del sector, clasificadas de mayor a menor dimensión según dicha variable. "Estos índices son independientes del número de empresas que componen cada agregado y no consideran las disparidades de tamaños entre ellas. Al representar la proporción que justifican las mayores empresas respecto de la actividad total del sector, aproximan a la estructura competitiva del mismo, que será tanto más concentrada cuanto mayores sean los índices de las primeras y mayores empresas, que indicarán así un mayor poder de mercado" (Maroto, 1995:). Así, una "ratio" R_4 igual a 80 indica una situación de oligopolio, dado que cuatro empresas controlan el 80 por ciento del mercado.

Estos indicadores ponen especial énfasis en la cuota de mercado de unas pocas empresas, las más grandes, ignorando la importancia de las cuotas relativas y la influencia que las más pequeñas pueden tener en la conducta o comportamiento del sector industrial ⁵⁸.

En segundo lugar, las medidas relativas de concentración centran su atención en el grado de tamaño que prevalece, más que en el número de empresas que operan en el mercado, al considerar las disparidades de tamaño entre las empresas componentes,

⁵⁷ Se aplica el catálogo de indicadores de concentración propuesto por Cebrián e Iglesias-Sarriá, 1992: 35; Maroto, 1994: 89 y Moschandreas, 1994: 23-25.

⁵⁸ Dos índices: Herfindahl y Rosenbluth, sirven, entre una gran cantidad de índices propuestos, para remediar las limitaciones de estos índices discretos (Moschandreas, 1994: 23).

mediante el trazado de curvas de concentración. Una posible versión de estas curvas es la de Lorenz, que relaciona el porcentaje acumulativo del número considerado de empresas (en ordenadas) y el porcentaje igualmente acumulativo de sus respectivas cuotas de mercado (en abscisas). Permite una visualización del proceso, ya que en un mercado con empresas del mismo tamaño -equidistribución del mercado-, la curva coincide con la bisectriz del cuadrante, y el mayor alejamiento de la curva de distribución efectiva de dicha bisectriz indica el incremento de la cuota de las mayores empresas y, por tanto, la mayor concentración del sector, junto con una mayor disparidad relativa entre sus componentes. A este respecto, otro indicador, el coeficiente de desigualdad de Gini, mide el área comprendida entre la línea de distribución efectiva y la bisectriz del cuadrante, como un porcentaje del área total existente por debajo de dicha bisectriz⁵⁹.

Una limitación de la curva de Lorenz es que ignora el número de empresas, por tanto, una industria de cuatro empresas del mismo tamaño tendría la misma curva que una formada por 40 empresas de igual tamaño.

Existen otros índices de concentración que permiten calcular una aproximación simultánea a las medidas absoluta (número de entidades) y relativa (cuotas de mercado de cada una de ellas) de la concentración. Los más significativos son los siguientes (Hirschman, 1945; Herfindahl, 1950; Rosenbluth, 1955; Hirschman, 1964):

1) Herfindhal-Hirschman (HH): se trata de un índice resumen, también llamado índice de Herfindalh, que relaciona las cuotas de mercado de las distintas entidades (S_i) con el número total de éstas (n), de tal forma que los aumentos en su valor ponen de manifiesto tanto el incremento de las diferencias entre las cuotas de cada entidad y la cuota media (X_i) como la disminución del número de entidades operantes; esto es, las medidas relativa y absoluta, respectivamente, de la concentración sectorial. El índice varía de cero a uno. En una hipotética situación de monopolio el índice tomará el valor 1, disminuirá con el incremento en el número de empresas, y tomará el valor mínimo, $1/n$, cuando un número dado de empresas ostenten la misma cuota de mercado.

⁵⁹ coeficiente de Gini = $\frac{\text{área de desigualdad}}{\text{área total por debajo de la bisectriz}}$ (Moschandreas 1994: 24-25).

Tiene en cuenta el número y la distribución del tamaño de las empresas en la industria, ya que el cuadrado de las cuotas de mercado implica que cuanto más pequeña sea la empresa más pequeña es su contribución al índice; reflejando el hecho de que las grandes empresas tienen más influencia que las pequeñas en el comportamiento del mercado (Moschandreas, 1994: 23).

Análíticamente, este índice se expresa:

$$HH = \sum_{i=1}^n (S_i)^2 = \sum_{i=1}^n (X_i)^2 + 1/n ; \quad 1/n < HH < 1$$

2) Hall-Tideman (HT): este índice resumen, también llamado índice de Rosenbluth, relaciona las cuotas de mercado de las diferentes entidades (S_i) con la posición (i) que cada una ocupa en el "*ranking*", establecido de mayor a menor valor de la variable considerada: ventas. Sus mayores cifras ponderan también el menor número de empresas y la mayor cuota de mercado de las mismas respecto de la cuota media, pero poniendo un mayor énfasis que el índice de Herfindalh en el número total de empresas que componen el agregado, al otorgar más importancia a las pequeñas empresas. Varía entre cero y uno, y tiende al valor $1/n$ cuando las empresas van adquiriendo el mismo tamaño. Su expresión analítica es la siguiente:

$$HT = \frac{1}{2 \sum_{i=1}^n i \cdot S_i - 1}$$

$$1/n < HT < 1$$

3) El índice de concentración "resuntivo" es una mezcla de un índice discreto y otro resumen. Se calcula por adición a la cuota de mercado de la mayor empresa (S_i) de un índice resumen que recoge a las restantes empresas del sector ($j=1, \dots, n$). El índice varía entre cero y uno, y se aproxima a $1/n$ cuando el tamaño de las empresas es el mismo. Se calcula de la siguiente forma:

$$ICC = S_i + \sum_{j=1}^n S_j^2 (2 - S_j)$$

$$1/n < ICC < 1$$

De estos tres índices, se recomienda usar el índice de Hall-Tideman (o Rosenbulth) cuando se piense que las pequeñas empresas contribuyen enormemente a formar el modelo de comportamiento en un sector determinado. Si se piensa que es poco probable que la acción de las empresas pequeñas tenga serios impactos en el comportamiento del mercado, conviene utilizar el de Herfindalh o las "*ratios*" de concentración. Por último, el índice de concentración "resuntivo" será utilizado cuando se crea que la mayor empresa ejerce una influencia dominante en el mercado (Moschandreas, 1994: 25). Por tanto, la elección depende del objetivo de la investigación. El mejor índice será aquél que mejor refleje el aspecto del comportamiento del sector que se está investigando. Sin embargo, los índices deben cumplir una serie de propiedades, que Hannah y Kay (1977) concretan en los siguientes criterios:

- Cuando la cuota de mercado de las x mayores empresas en un sector aumente -siendo x un número cualquiera de empresas-, el índice de concentración debe mostrar un incremento de la concentración en el mercado.

- Si la cuota de mercado de una empresa aumenta a expensas de la cuota de mercado de las empresas más pequeñas, el índice de concentración debe aumentar hasta que el tamaño de las empresas y sus participaciones en el mercado se diferencien más.

- Suponiendo que el tamaño de las empresas existentes en un sector no varíe, la entrada de empresas relativamente pequeñas en el sector debe reducir el índice de concentración. Sin embargo, a medida que el tamaño de una nueva empresa entrante sea más pequeño, su influencia en la concentración debe disminuir. Por otro lado, la entrada de una gran empresa debe incrementar la concentración.

- Las fusiones deben incrementar el índice de concentración. Este criterio está implícito en los dos primeros.

- Si influyen factores aleatorios en el crecimiento de las empresas, la concentración debe aumentar; mientras que si los factores aleatorios se deben a los consumidores deben reducir la concentración.

Hannah y Kay (1977) demuestran que, basándose en el índice de Herfindhal-Hirschman, el índice de la forma $HK = (\sum S_i^2 a)^{1/(1-a)}$, en el que $a > 0$ y $a \neq 1$, es el que satisface todas las propiedades enunciadas.

El número de entidades equivalentes (NEE) representa el número de empresas equidimensionales que originarían el mismo valor del índice calculado para las empresas y la dimensión existentes; por lo que al compararlo con éstas puede dar idea de la disparidad existente entre el número de empresas y su tamaño medio ideal, y la concentración absoluta y los tamaños observados en la práctica. Su ecuación analítica es:

$$NEE = \frac{1}{HH}$$

Por último, se utilizarán también medidas de concentración en el ámbito geográfico. Así, la densidad comercial o concentración de empresas de distribución comercial a nivel territorial, puede evaluarse mediante el número de establecimientos por habitante. Sin embargo, esta "ratio" tiene dos sesgos:

1) Existe un umbral mínimo de necesidad comercial por población. En consecuencia, si la estructura poblacional de una comarca se caracteriza por muchos pequeños municipios, la densidad de establecimientos por habitante tiende a incrementarse;

2) La consideración de "establecimientos" no tiene en cuenta el tamaño de los mismos.

Para corregir estos sesgos, surge otra medida de densidad comercial: metros cuadrados de superficie de venta por habitante. Con ella, el primero de los sesgos se mantiene sensiblemente reducido, y el segundo desaparece.

Resultado del análisis de los datos.

A) DENSIDAD COMERCIAL⁶⁰.

En el sector español de la distribución comercial comienza a partir del año 1988 una evolución negativa en la cifra total de establecimientos detallistas⁶¹; se empezaban a notar los efectos del incremento de la competencia derivados del ingreso de España en la Comunidad Económica Europea (CEE) en el año 1986⁶².

Igualmente, la evolución del número de empresas que han suspendido pagos durante el período comprendido entre 1982 y 1995 -gráfico 1.2-; muestra una tendencia ascendente desde el año 1988, durante prácticamente todos los años, en las suspensiones de pagos de las empresas cuya actividad económica queda incluida en "Comercio, restaurantes y hostelería; y Reparaciones". Cuando se comparan las suspensiones de pagos en esta rama de actividad con las otras nueve consideradas por el INE para elaborar estas estadísticas (según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas, CNAE⁶³), se aprecia que las empresas de "Comercio, restaurantes y hostelería; y Reparaciones" han sido las más afectadas por suspensiones de pagos en

⁶⁰ Diversos trabajos estudian la densidad comercial. Entre otros, en España, José Vicens (1994): *Atlas Comercial*, BCH, analiza las zonas de gravitación, concluyendo que las grandes superficies se hallan fuertemente arraigadas en las regiones con alta densidad demográfica e importante poder adquisitivo. Así, en España el 65 por ciento de los hipermercados se encuentra en cuatro regiones: Andalucía, Cataluña, Madrid y Valencia. En Alemania, el 30 por ciento de los hipermercados están situados en Westfalia; en Bélgica se concentran en Bruselas; en el Reino Unido en Londres y en Portugal en Lisboa y Oporto.

Claycombe, Richard J. y Mahan, Tamara E. (1993: "Spatial aspects of retail market structure: Beef pricing revisited", *International Journal of Industrial Organization*, 11 (2): 283-91) estudiaron la relación entre la concentración geográfica de las empresas de distribución y el precio de los productos en los EE.UU.

⁶¹ El análisis de la estructura del comercio español puede hacerse tomando el número de licencias comerciales y el nuevo impuesto de actividades económicas que le sustituye actualmente, como información más aproximada disponible para conocer el grado de dotación comercial. El Instituto de Estudios Fiscales (Ministerio de Economía y Hacienda) recopila esta información, aunque con cierto retraso. En concreto, la última publicación: *Las empresas españolas en las fuentes tributarias* (1995) recoge datos para el trienio 1990-1992.

⁶² Desde el año 1988 hasta enero de 1994 los establecimientos detallistas se han reducido un 25,3 por ciento (gráfico 1.2.).

⁶³ Clasificación Nacional de Actividades Económicas (Decreto 2518/1974, de 9 de agosto; publicado en el B.O.E. del 12/9/74).

términos absolutos durante los trece años contemplados, situándose muy por encima de la media -cuadro 1.3.-.

Activid.Econ	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
6. Comercio, restaurantes y hostelería. Reparaciones.	239	284	268	136	60	62	59
% s/TOTAL	893	841	814	459	231	188	154

Activid.Econ	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Jul95*
6. Comercio, restaurantes y hostelería. Reparaciones.	65	100	264	259	411	233	89*
% s/TOTAL	167	351	804	847	1.446	969	338*

* Datos a 31 de julio de 1995.

Cuadro 1.3.: Número de suspensiones de pagos. Años 1982-1995.

Fuente: Suspensiones de pagos y quiebras, INE, 1989-1995.

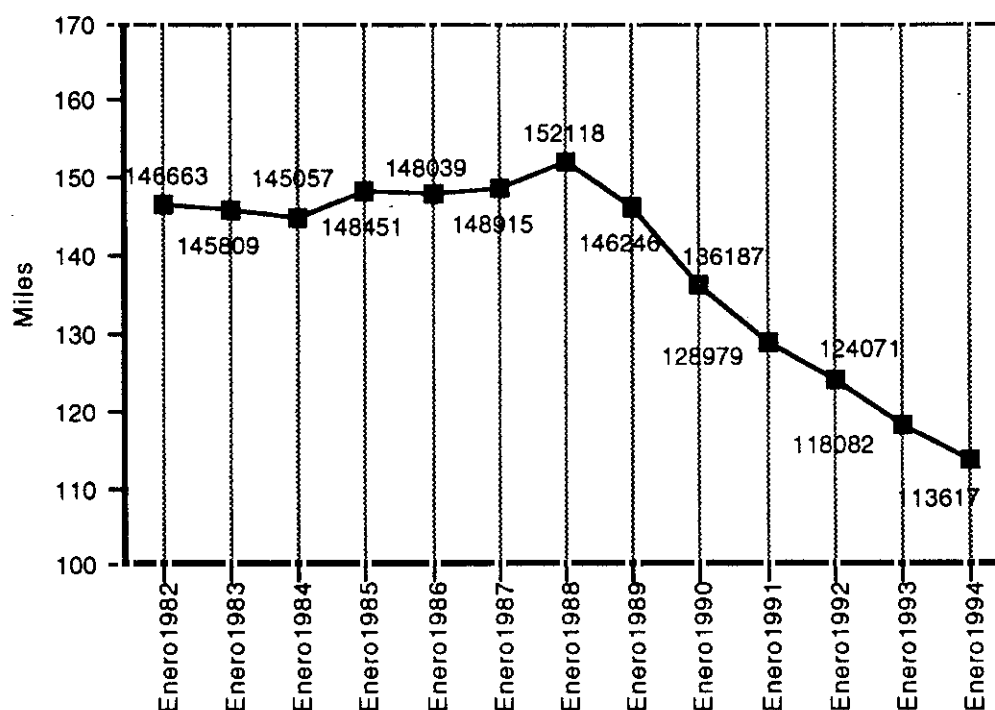


Gráfico 1.2.: Evolución del número de establecimientos del total del sector de la distribución comercial.

Fuente: Nielsen, 1989-1994.

El subsector alimentario español tiene una densidad (48 establecimientos por 10.000 habitantes, en 1991) todavía superior a la mayoría de los países europeos (35 para la Unión Europea), por lo que es de suponer que se mantendrá la tendencia de disminución del número de establecimientos en España en los próximos años. En 1993 se inicia la reducción de establecimientos minoristas del sector no alimentario a consecuencia del sobredimensionamiento de este subsector, cuya densidad (78 establecimientos por cada 10.000 habitantes en 1991) supera la media comunitaria (74 para la UE), y de la creciente competencia que viene registrando este subsector a lo largo de esta década.

El sector español de la distribución comercial mantiene una densidad comercial por encima de los estándares europeos (de 117 empresas por cada 10.000 habitantes en 1991). En la Unión Europea es de 109 para el total detallista; 74 para el subsector de alimentación; y 35 para el de no alimentación -siendo las densidades comerciales de Holanda, Gran Bretaña, Alemania, Irlanda, Francia y Dinamarca inferiores a la media europea - véase el cuadro 1.4. y el 1.5 que ofrece datos relativos a 1994-. En los países de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) era, en el período 1988-91, de 83 -cuadro 1.6.-.

1. Países con <u>gran densidad</u> de empresas comerciales *		
	Número de empresas	Nº emps. por 10.000 habt.
Portugal	173.300	175
Grecia	175.000	174
Italia	929.700	161
Bélgica	127.800	128
España	454.850	117
1. Países con <u>baja densidad</u> de empresas comerciales *		
	Número de empresas	Nº emps. por 10.000 habt.
Dinamarca	48.100	94
Luxemburgo	3.520	93
Irlanda	29.300	84
Francia	461.800	82
Alemania	439.000	70
Países Bajos	95.000	64
Reino Unido	348.200	61
UNION EUROPEA	3.285.570	96

* La disposición de los países corresponde a un orden decreciente de densidad comercial.

Cuadro 1.4.: Contrastes de la estructura comercial europea (1988-90).

Fuente: Eurostat (1995: 13).

Estb/10000hab		Estb/10000hab		Estb/10000hab	
Holanda	0,5	Alemania	1	España	2,2
Gran Bretaña	0,7	Austria	1,1	Italia	2,3
Francia	0,7	Bélgica	1,3	Grecia	2,4
Suecia	0,9	Noruega	14	Portugal	3,8

Cuadro 1.5.: Establecimientos de alimentación por habitantes en Europa.

Fuente: Nielsen, 1995.

		<u>Emp. comercio minorista</u>		<u>Establecimientos</u>	
		Número	Densidad: Nº emps. por 10.000 habt.	Número	Densidad: Nº estab. por 10.000 habt.
Austria	1988	40.929	53	52.542	69
Finlandia	1990	29.462	59	38.516	77
Islandia	1990	1.519	60	1.719	67
Noruega	1990	32.000	76	38.763	92
Suecia	1990	50.000	59	80.500	94
Suiza	1990	42.050	63	55.080	83
AELC	1988-91	195.960	61	267.120	83

Cuadro 1.6.: Comercio minorista en los países de la AELC, 1988-91.

Fuente: Eurostat, 1995.

Sin embargo, a pesar de la reducción del número de establecimientos y de empresas, la superficie de venta por habitante se incrementa, lo cual indica una concentración de la actividad de distribución comercial en menos establecimientos de mayor superficie; esto es, una disminución del número de pequeños comercios y un incremento del número de grandes superficies. En España, el tamaño medio de establecimientos en términos de superficie y de empleo medio resulta todavía insuficiente, al compararse con el resto de países europeos -cuadro 1.7.-.

Superf. de venta/1000 habitantes	FRANCIA	ALEMANIA	REINO UNIDO	ESPAÑA	ITALIA	UE
1986	160	170	70	50	40	100
1990	200	200	100	80	50	130

Cuadro 1.7.: Evolución Distribución Alimentaria Minorista.

Fuente: Eurostat, 1995.

De los datos mostrados en la cuaro 1.8. -excluye droguerías, perfumerías y mercerías- se constata que durante el período 1989-1995 han desaparecido más de 34.700 pequeños comercios frente a los 122 hipermercados que se han creado. Si se considera la totalidad del sector "Comercio" -esto es, se incluyen droguerías, farmacias, textil y calzado, equipamiento del hogar, vehículos y accesorios, librerías, ópticas, joyerías y flores y plantas-, el cuadro 1.9. muestra que durante el período 1980-1993 han cerrado 75.041 establecimientos.

	ENERO 1988	ENERO 1989	ENERO 1990	ENERO 1991	ENERO 1992	ENERO 1993	ENERO 1994	ENERO 1995
Tradicional	92.484	86.251	77.097	71.734	67.898	63.580	60.250	57.758
Autoservicio	17.893	18.410	18.371	18.072	17.814	17.436	17.131	16.925
Super.Peque	4.689	5.217	5.647	5.941	6.150	6.378	6.514	6.783
Super.Grand	603	691	725	746	776	855	934	965
Hipermerc.	99	108	128	151	160	181	200	221
TOTAL	115.768	110.677	101.968	96.644	92.798	88.430	85.029	82.652

Cuadro 1.8.: Evolución del sector de distribución en número de establecimientos (Desarrollo de las distintas fórmulas comerciales).

Fuente: Nielsen, 1993, 1994 y 1995.

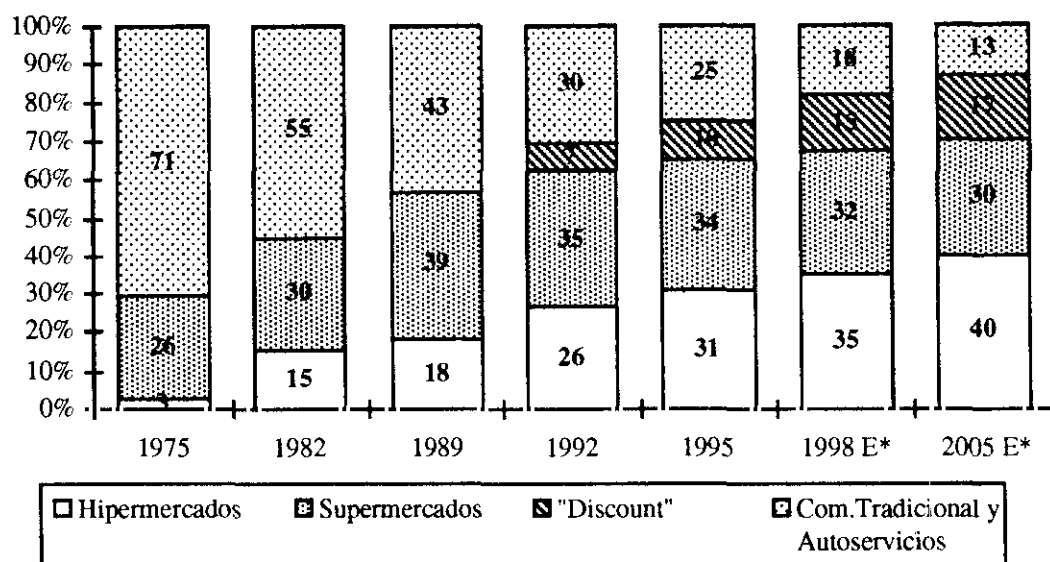
	1980	1988	1993
Aliment. bebidas y tabacos	287.555	200.761	200.000
Droguería y farmacia	42.107	36.728	36.000
Textil y calzado	93.422	114.555	105.000
Equipamiento del hogar	86.740	71.541	75.000
Vehículos y accesorios	13.503	16.241	15.000
Varios: librerías ópticas joyería flores y plantas	65.714	81.186	83.000
Total	589.041	521.012	514.000

Cuadro 1.9.: Evolución del pequeño y mediano comercio en número de establecimientos.

Fuente: INE y Confederación Española de Comercio.

En el periodo comprendido entre 1975 y 1995 -gráfico 1.3.- el comercio tradicional, caracterizado por su pequeña dimensión y por su bajo rendimiento, tanto del personal como de la superficie, por sus numerosas debilidades (falta de volumen, altos precios y limitación del espacio y del surtido, entre otras) y por la escasa utilización de sus fortalezas (ubicación/proximidad al cliente y flexibilidad), en definitiva, por su falta de adaptación al nuevo perfil del consumidor, ha sufrido una continua pérdida de cuota de mercado, pasando del 71 por ciento en 1975 al 25 por ciento en 1995 (13 por ciento el comercio tradicional y 12 los autoservicios). Estos 58 puntos de pérdida han sido absorbidos por los supermercados (unos 10 puntos), los hipermercados (28 puntos) y las nuevas fórmulas comerciales "discount" (unos 8 puntos). Estas dos últimas modalidades han mostrado en los últimos años un mayor dinamismo en su expansión, lo que permite prever que los futuros desplazamientos de cuota desde el comercio tradicional irán directamente destinados casi en su totalidad a hipermercados y fórmulas "discount" -cuyo desarrollo viene favorecido por la mayor sensibilidad al precio de los consumidores y su mayor preferencia por la comodidad;

previéndose, según Ronald Berger, en 1998, una cuota de un 15 por ciento⁶⁴-, mientras que los supermercados tenderán a un cierto estancamiento, como ya se ha producido entre 1992-95.



* Estimación para 1988 realizada por Ronald Berger:

Tiendas Tradicionales: más orientado al modelo hiper-discount.

Supermercados: gran dificultad para mantener la cuota. Conversión a la fórmula discount.

"Discount": "Hard-discount" al modelo Alemán.

Hipermercados: tendencia similar al resto de Europa

Gráfico 1.3.: Cuota de mercado por tipo de establecimiento (%).

Fuente: Nielsen.

Por ello, los supermercados, fórmula de futuro hasta principios de los 90, deberán replantearse su formulación para hacer frente a la invasión de los "discounters" alemanes y las fuertes compañías americanas⁶⁵. El gráfico 1.4. muestra

⁶⁴ Los responsables de la Asociación Española de Codificación Comercial (Aecoc) estimaron que las tiendas descuento (*hard discount*) acapararían el 20 por ciento de las ventas del sector en el año 2000 (Fuente: *Expansión*, 19/10/1995).

⁶⁵ El desarrollo de los *discount* tiene dos modalidades: la más agresiva (*hard*) que protagonizan los grupos alemanes y la oferta más suave (*soft*), que en el caso español protagoniza el grupo Día.

una posible vía de reconversión del supermercado a la fórmula “discount” con el ahorro en gastos que supondría. La entrada de estas fórmulas nuevas con base en el descuento y la potenciación de las marcas propias del distribuidor, junto a agresivas empresas, aumentará la concentración, y también la competencia, tanto en la industria como en la distribución, y el precio será la variable que condicionará aún más las relaciones entre fabricantes y distribuidores.

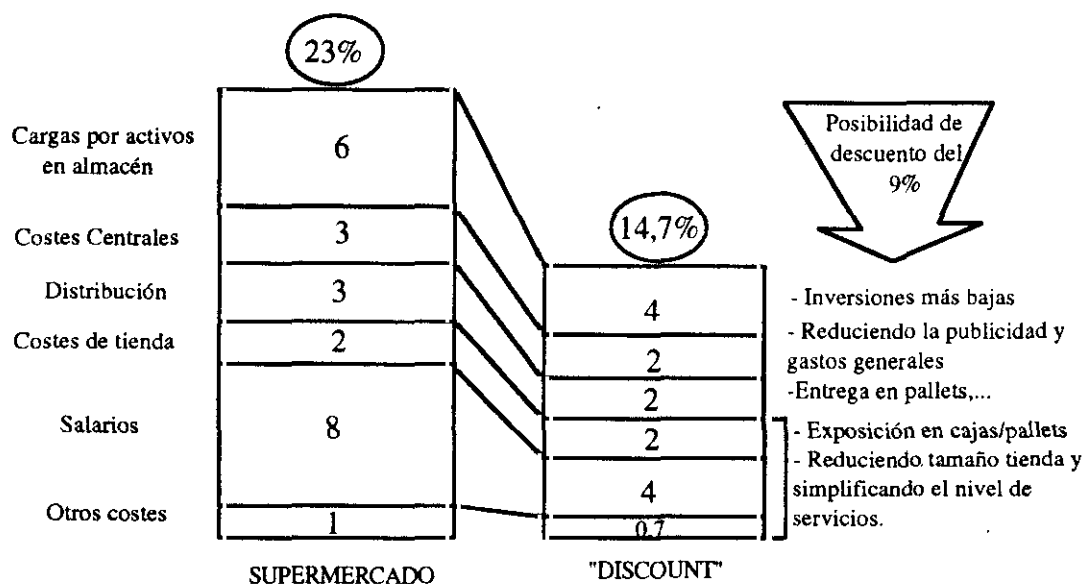


Gráfico 1.4.: Ciclo de vida del producto potencial para entrar en el “discount” España.

Fuente: Roland Berger, 1993.

Aún a pesar de la rapidez con que se está desarrollando esta transformación, España continúa todavía detrás de la mayoría de los países europeos -el gráfico 1.5. muestra la situación a principios de los 90 del ciclo de vida de las diversas formas de distribución comercial en España-, que ya realizaron con anterioridad la transformación de sus estructuras comerciales -cuadro 1.10-.

	REINO UNIDO		ALEMANIA		FRANCIA	
	1986	1991	1986	1991	1986	1991
Tiendas tradicionales	35	26	33	29	15	10
Supermercados	38	40	14	13	46	42
Discounts	2	7	20	21	0	2
Hipermercados	25	27	33	37	39	46

Cuadro 1.10.: Evolución de los diferentes grupos de venta en Europa (1986-91) (cuota de mercado en %).

Fuente: Ronald Berger, 1993.

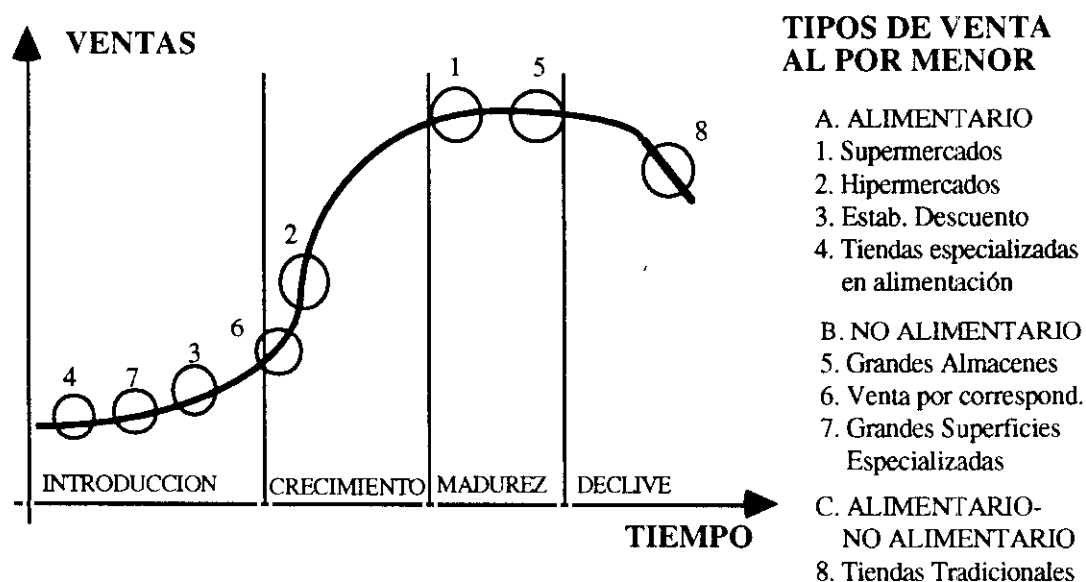


Gráfico 1.5.: Ciclo de vida de las diversas formas de venta en España. Situación a principios de los 90.

Fuente: elaboración propia a partir de Eurostat, 1994: 20 y Coopers & Lybrand, 1994.

En España, la fórmula "discount" se encuentra poco desarrollada -7 por ciento del mercado total en 1992-, con unos ingresos por tienda muy inferiores a la media europea, al igual que el hipermercado -4,1 hipermercados por millón de habitantes en 1992, por debajo de la mayoría de los países europeos (cuadro 1.11)-

Nº de hipermercados por 1.000.000 habitantes (1992):

FRANCIA: 14,4
ALEMANIA: 13,2
REINO UNIDO: 12
BELGICA: 8,9
ESPAÑA: 4,1
PORTUGAL: 1,7
ITALIA: 1,7

Cuadro 1.11.: Densidad del equipamiento comercial 1992.

Fuente: Nielsen.

B) INDICES DE CONCENTRACIÓN.

Actualmente, el sector de la distribución en España es un sector de concentración media, ya que aunque las diez primeras cadenas de distribución copan más del 50 por ciento del mercado, el resto pertenece a un elevado número de pequeñas y medianas empresas de ámbito local. Sin embargo, el rápido e intenso proceso de concentración que dicho sector está experimentando durante los últimos años, hace previsible que en un futuro no muy lejano sea un sector concentrado en unas pocas grandes empresas. Lo cual se constata con los datos empresariales del ejercicio 1994, puesto que la primera empresa por montante de ventas -El Corte Inglés- concentró una cuota de mercado superior al 20 por ciento del total de las ventas del sector -Anexo 1.9.-.

Cuando se analizan las “*ratios*” de concentración, esta se hace más evidente en los cinco primeros puestos de la clasificación -véase Anexo 1.3 correspondiente al “*ranking*” de las 252 primeras empresas por volumen de facturación en el año 1993 y el Anexo 1.9. referente al ejercicio 1994-. Durante el ejercicio 1993, las 252 primeras empresas facturaron cerca de 5,26 billones de pesetas, de los que aproximadamente un 43,4 por ciento fueron realizados por los cinco primeros grupos: El Corte Inglés, Centros Comerciales Pryca, Centros Comerciales Continente, Alcampo y Grupo Eroski; 56,5 por ciento las diez primeras compañías y 67,9 por ciento las 25 primeras. No obstante, la media de crecimiento de esos cinco primeros grupos de forma conjunta

-un aumento de 2,84 puntos porcentuales respecto a 1992 ⁶⁶- da idea del estancamiento de las ventas en el sector en el año 1993, a causa de la crisis sufrida por la economía española⁶⁷. Sin embargo, a pesar de la atonía continuada del consumo privado durante el año 1994, las ventas de las veinte mayores empresas de distribución comercial crecieron un 7 por ciento (Informe del Ministerio de Comercio, 1995)⁶⁸.

En el subsector de distribución alimentaria, desde el año 1987 al 1993, las diez primeras empresas en volumen de facturación, han aumentado su participación en el mercado total 9,2 puntos porcentuales -cuadro 1.12 y gráfico 1.6-, lo cual indica una mayor concentración en dicho subsector.

⁶⁶ "Camino de la madurez", *Distribución Actualidad*, N° 218, 1994.

⁶⁷ Los efectos de la crisis se reflejan en el desplome del consumo privado iniciado en 1993, con un decrecimiento interanual de - 2,17 por ciento, y que se mantiene hasta el primer trimestre de 1994, durante el cuál disminuye un -0,1 por ciento respecto al mismo período del año anterior (Contabilidad Trimestral. INE). Tales efectos son más notables en la evolución de las ventas en grandes superficies, cuyas variaciones multiplican a las del consumo privado; así, durante 1993 su crecimiento interanual fue del -10 por ciento y en el ejercicio 1994 del -8,2 por ciento (desde octubre de 1994 se dejó de elaborar este indicador, que a partir de enero de 1995, se sustituyó por la Encuesta de Comercio al por menor, INE). El efecto de la crisis económica también se deja ver en la evolución de la situación del comercio minorista, cuyo crecimiento interanual en el año 1994 fue del -46 por ciento (INE).

Además, las leyes sobre horarios comerciales adoptadas en diversas comunidades autónomas, que suponen una restricción a la libertad de comercio que inspiraba el llamado *decreto Boyer*, pueden haber contribuido a la disminución de las ventas de las grandes empresas de distribución comercial (*Cinco Días*, 28/4/1995). Las ventas en las grandes superficies de distribución de la Comunidad de Madrid registraron una tasa anual de descenso del -8 por ciento en junio de 1995 (descontada la inflación), justo doce meses después de la entrada en vigor de la normativa de horarios que obligaba al cierre en festivos. Desde septiembre de 1994 a septiembre de 1995 el descenso fue menor: -5,6 por ciento (*Fuente*: Índice de ventas en grandes superficies en Madrid, *Estadística de la Comunidad de Madrid*).

⁶⁸ El Corte Inglés facturó un 3,14 por ciento más en el año 1994 respecto al año anterior, ganando un 3,86 por ciento más (*Fuente*: *Informe de gestión anual 1994*).

Año	Nº Emp.	Ventas del agregado total	Ventas de las 10 primeras	% Cuota de mercado de las 10 primeras
1987	526	1.790,2	663,7	37,0
1988	625	2.280,0	852,4	37,3
1989	753	2.799,3	1.053,8	37,6
1990	812	3.283,5	1.334,7	40,6
1991	937	3.779,0	1.560,1	41,3
1992	1122	4.350,0	1.860,0	42,8
1993	1182	4.600,0	2.120,0	46,2
1994	1194	5.250,5	2.514,0	46,6

Cuadro 1.12.: Evolución de la distribución alimentaria (miles de millones de pesetas).

Fuente: Informes anuales de Alimarket.

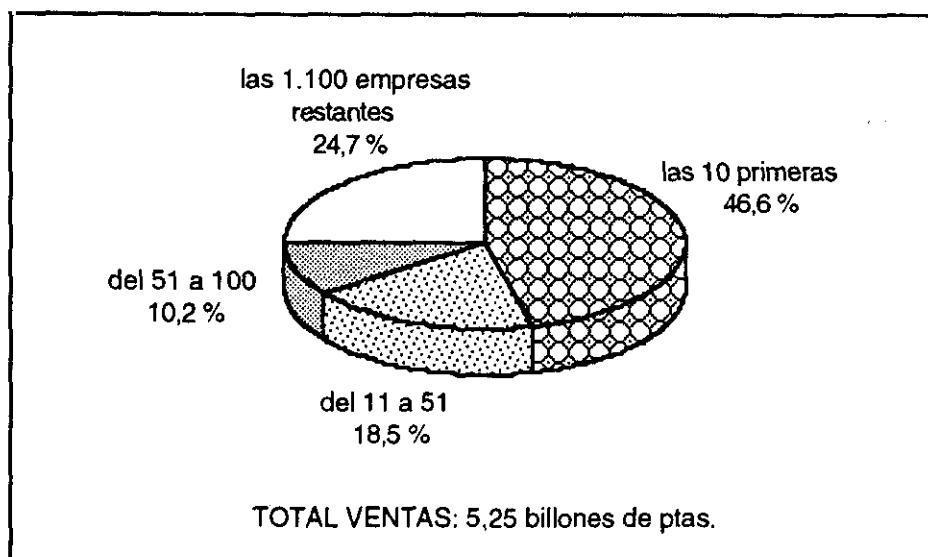


Gráfico 1.6.: Distribución del mercado en el sector de la distribución comercial (cuota de mercado en %, según ventas del año 1994).

Fuente: Informe anual de Alimarket, 1995.

La evolución de las "ratios" de concentración en el sector de la distribución comercial español -véanse Anexos 1.1, 1.2 y 1.3 correspondientes a los años 1991, 1992 y 1993 respectivamente- indica, en primer lugar, una disminución de la cuota de mercado de los grandes almacenes y almacenes populares -como El Corte Inglés,

Galerías Preciados, Simago y Mercadona- que es absorbida por los hipermercados implantados en España, a raíz de la entrada de nuestro país en la CEE en el año 1986. En consecuencia, la cuota de mercado de las primeras empresas en volumen de ventas, se reparte entre un mayor número de grandes empresas.

En segundo lugar, muestra cómo las medianas y pequeñas empresas de distribución comercial se integran en cadenas, asociaciones y cooperativas, que aparecen con una mayor cuota de mercado en los puestos décimo al decimo quinto del "ranking" del sector, establecido por volumen de facturación.

En el cálculo de los índices usuales de concentración: Herfindhal-Hirschman (HHI) y Hall-Tideman (HTI) -Anexos 1.5, 1.6, 1.7, 1.8 y 1.9, correspondientes a los años 1989, 1991, 1992, 1993 y 1994- se han despreciado aquellas empresas que suponen una cuota de mercado inferior al 0,34 por ciento del total de ventas en el sector, debido a su escasa importancia relativa. La evolución de esos índices muestra una ligera disminución de la concentración sectorial en los últimos años, debido fundamentalmente a que, aunque desaparecen numerosas empresas pequeñas, las "nuevas" grandes empresas, en su mayor parte hipermercados con importante capital extranjero en continuos procesos de expansión, incrementan notablemente la competencia.

El índice HHI en 1993 era aproximadamente de 0,0963; lo que equivale a la existencia de aproximadamente 10 empresas equidimensionales en el sector, que se redujeron a 9 en 1994 según los datos del citado año ($HHI=0,1097$)⁶⁹. Este índice es más representativo que el HTI -que en ambos ejercicios tomó prácticamente el mismo valor: 0,0783; equivalente a considerar un mercado cubierto por unas 13 empresas equidimensionales-, debido al escaso impacto que probablemente tienen las pequeñas empresas en el modelo de comportamiento del sector, por su reducido volumen relativo de facturación.

⁶⁹ Pocos economistas se han mostrado claramente a favor o en contra de los umbrales a los índices de concentración. El Departamento de Justicia de los EE.UU, que utiliza como medida de la concentración el índice HHI, se preocupa si dicho índice excede de 0,1 y se alarma si excede de 0,18, ya que cinco empresas del mismo tamaño tendrían una participación del 20 por cien cada una, con un índice $HHI=5 \times 0,2^2=0,2$ y seis empresas del mismo tamaño implican un índice HHI de 0.1667 (Schmalensee, 1990: 127).

Gráficamente -en los Anexos 1.4 y 1.10-, a través de las curvas de Lorenz, también puede observarse el grado de concentración relativa en el sector, así como su evolución; apreciándose, en los gráficos que recogen un mayor número de empresas y que son, por tanto, más representativos como medidas de concentración relativa -Anexo 1.4-, cómo tan sólo un 2,8 por ciento del total de las empresas consideradas cubren más del 50 por ciento del total del mercado, en el año 1993. Del mismo modo, en el gráfico del Anexo 1.10, que muestra conjuntamente las curvas de Lorenz en los distintos años, se aprecia la evolución creciente del fenómeno de concentración, a través de la mayor pendiente en el inicio de la curva de Lorenz a medida que transcurren los años, reflejo de la mayor cuota de mercado absorbida por las grandes empresas del sector.

1.2.3. Conclusiones.

El sector de la distribución comercial en España, concentra en menos de diez empresas la mitad del total del mercado. Estas empresas o grupos empresariales, que no están integradas en ninguna central de compras, poseen un volumen de facturación anual superior a los 250.000 millones de pesetas (según datos del ejercicio 1994 para las cinco mayores empresas del sector, que supusieron una cuota de mercado del 62,91 por ciento del total; Anexo 1.9). Además, existen ciertas barreras de entrada al sector, fundamentalmente, la necesidad de un capital elevado para conseguir un tamaño mínimo eficiente que permita implantar y rentabilizar las innovaciones tecnológicas, como los “scanners”, las tarjetas de pago, los sistemas de comunicaciones EDI y gestión logística automatizada, entre otras, hoy imprescindibles para competir en un sector cada vez más globalizado. También, teniendo en cuenta la reciente Ley de Comercio aprobada en diciembre de 1995, algunas Comunidades Autónomas y/o Ayuntamientos “levantan” barreras legales que limitan o condicionan la implantación de grandes superficies. El hecho de que existan tales barreras de entrada al sector, unido a la actual concentración de ventas en las grandes empresas de distribución

comercial, sugiere que las mismas tenderán a incrementar su cuota de mercado, aumentando, de este modo, la concentración en el sector (Bain, 1956)⁷⁰.

En consecuencia, en este sector, donde existen barreras de entrada y alta concentración, las grandes empresas ostentan un elevado poder de mercado (o de monopolio) que han utilizado tradicionalmente⁷¹, tanto frente a las medianas y pequeñas empresas de distribución comercial al establecer ciertas “reglas del juego” en el sector, como son horarios de apertura, bajos precios de los productos, promociones y campañas publicitarias u ofrecimiento de servicios adicionales a la venta, entre otras, a las cuales, dichas empresas, tienen que ir acomodándose si no quieren perder totalmente su poca participación en el mercado; como frente a sus proveedores, “imponiéndoles” las condiciones en las negociaciones⁷²; o frente a las entidades financieras, exigiéndoles remuneraciones extra-mercado de los pasivos y el no cobro de algunas comisiones.

Al analizar la evolución de las “*ratios*” e índices de concentración, también se aprecia una tendencia, por parte de las pequeñas y medianas empresas de distribución comercial, hacia su incorporación a distintas cadenas, asociaciones y cooperativas o hacia operaciones de fusión o compraventa. Es ésta una forma de “saltar” ciertas barreras de entrada en relación al tamaño mínimo eficiente necesario para adaptarse a las nuevas tecnologías de la distribución, incrementar su poder de mercado y hacer frente a las grandes empresas de distribución independientes. Lo cual hará disminuir el número de empresas operantes en este sector, concentrando la totalidad del mercado en un grupo reducido de ellas. De este modo, puede preverse, dentro de unos años, un mercado concentrado en aproximadamente diez grandes empresas -que englobarán

⁷⁰ De hecho, se están produciendo constantemente absorciones de empresas medianas y pequeñas de distribución comercial por las más grandes. Por ejemplo, Caprabo compró en 1995 dos hipermercados de Valvi (*Fuente: Cinco Días, 26/7/1995*).

⁷¹ Y en la medida que la legislación se lo permita, lo seguirán utilizando. Sin embargo, la restrictiva Ley de Comercio de 1995 limita los horarios de apertura y el establecimientos de grandes superficies, prohíbe la venta a pérdidas y restringe los períodos de rebajas, entre otras medidas proteccionistas del pequeño comercio.

⁷² White, J.L. (1994: “Breaking the bookshop cartel”, *Long Range Planning*, 27 (3): 75-87) estudia cómo se alteran las relaciones entre distribuidor y fabricante en el subsector de la distribución comercial de libros.

grandes almacenes, hipermercados y establecimientos “discount”- y un número reducido de cooperativas, asociaciones y cadenas de detallistas.

Las empresas del sector tenderán así, a ostentar una posición “dominante” en sus relaciones con sus proveedores, dado que, la situación de dependencia económica de éstos se deriva progresivamente del incremento de la concentración en el sector de la distribución⁷³.

1.3. ESTRUCTURAS ORGANIZATIVAS Y DE PROPIEDAD.

1.3.1. Estructura organizativa.

La estrategia se lleva a cabo a través de una organización; de ahí que la estructura y capacidades organizativas sean relevantes, así como la cultura y los valores compartidos por los miembros de la organización⁷⁴. Estos valores deben ser coherentes con la estrategia; en caso contrario la implantación de la estrategia podrá fracasar, por lo que será necesario un cambio de cultura y probablemente, de estructura organizativa (Child, 1988; Cuervo, 1989; Williamson, 1991). Todo ello condiciona las actividades que desarrolla la empresa y los objetivos que persigue, a la vez que determina sus resultados. Por lo tanto, para explicar la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial y su importancia dentro del sistema financiero, no debemos basarnos en una única variable, sino en un conjunto de factores, que abarcan desde las características estructurales del sector al que pertenecen tales empresas, hasta sus estructuras organizativas y de propiedad y control, pasando por las estrategias y políticas financieras que desarrollan.

⁷³ Según un estudio realizado por European Association of Industries of Branded Products (AIM), incluso los proveedores más grandes no representan más del 1 por ciento de la cifra total de compras de un gran distribuidor minorista (Carta enviada a la Comisión de las Comunidades Europeas, 27 mayo 1993).

⁷⁴ La participación de los empleados en la propiedad de las empresas empieza a generalizarse en el sector de la distribución comercial, lo cual les implica en mayor medida en la gestión eficiente de estas empresas. Los empleados de Alcampo pueden ser accionistas indirectos de la compañía desde finales de 1995, al poder adquirir acciones de la matriz francesa Samu Auchan (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 16/11/1995).

La cultura empresarial de algunas grandes empresas de distribución comercial, especialmente los grandes almacenes, tiene como eje central el servicio al cliente ("el cliente siempre tiene razón"). Han surgido distintos servicios complementarios a la compra, entre los que destacan los financieros, como por ejemplo, las ventas a crédito, el pago aplazado de la compra y el crédito al consumo en forma de dinero de plástico⁷⁵.

En el estudio de la estructura organizativa de las grandes empresas del sector de la distribución, tomamos como referencia la tesis de Chandler (1962)⁷⁶: "la estructura sigue a la estrategia", (esto es, la estructura ha de diseñarse acorde con la estrategia) y sus conclusiones sobre los efectos organizativos del proceso de diversificación estratégica, es decir, la evolución hacia una estructura mutidivisional a partir de una funcional⁷⁷. Pero, tenemos en cuenta las relaciones de retroalimentación o *feedback* entre estrategia y estructura organizativa, ya que las empresas cuando deciden implantar una estrategia determinada, deben considerar y valorar con qué organización cuentan para analizar la viabilidad de dicha estrategia (conforme con la tesis seguida por la Escuela de la Teoría de la Organización: Mintzberg, Cyert y March, Simon y Lindblom, entre otros).

La mayor parte de las grandes empresas de distribución comercial diversificadas han optado por una estructura mutidivisional⁷⁸ o por la creación de

⁷⁵ La cultura empresarial de El Corte Inglés sirve de modelo ejemplar. Posee un estilo de dirección basado en la eficacia, en el que se combina cierta descentralización operativa por áreas funcionales y actividades específicas de la empresa, con la centralización de las decisiones. Considera prioritarias las relaciones humanas, la confianza y la profesionalidad del personal. Existe una relación de "patriarcado", en la que los miembros de la organización respetan el orden jerárquico y el principio de autoridad. La lealtad, honradez, laboriosidad, responsabilidad, seriedad, confianza e importancia de la presencia física son valores y normas de comportamiento compartidos por los miembros de la organización (Cuartas, 1992; Bueno, 1993).

⁷⁶ Esta es la tesis seguida por la Escuela de Harvard (originalmente Andrews, 1965. Más tarde Ansoff, Porter, el Boston Consulting Group, Hax y Majluf y el proyecto PIMS -Profit Impact on Market Strategy-).

⁷⁷ Galbraith y Nathanson (1978: 115) analizan detalladamente las relaciones secuenciales entre estrategia y estructura.

⁷⁸ Estructura propuesta por Williamson (1975), basada en la creación de varias divisiones "autónomas" y una sede central. La sede central que toma las decisiones estratégicas, asigna los fondos financieros entre las divisiones en función de la rentabilidad, establece sistemas de control por resultados y diseña sistemas de incentivos para los directivos. También se denomina M-Form.

grupos empresariales⁷⁹ (como es el caso de El Corte Inglés, Pryca, Continente, Alcampo, Eroski y Mercadona, entre otros). Es muy frecuente que, en una fase inicial de desarrollo de la actividad financiera, exista dentro de la empresa de distribución comercial una división cuya actividad sea precisamente la financiera⁸⁰ y que, cuando el volumen de tal negocio financiero adquiera una determinada magnitud, una de las empresas que forman el grupo esté especializada en actividades financieras y/o parafinancieras (por ejemplo, las filiales financieras Finaconsa del Grupo Continente, Financiera Pryca del Grupo Pryca, Erosmer S.A. del Grupo Eroski y la Financiera de El Corte Inglés o la aseguradora Centro de Seguros, S.A. de este último grupo empresarial).

1.3.2. Estructura de propiedad v dirección.

El estudio de la estructura de propiedad de la empresa, es decir, de la distribución de derechos de decisión entre accionistas y acreedores financieros, según las contingencias que soporta el negocio, y de la naturaleza de tales accionistas y acreedores (bancarios y no bancarios, por ejemplo), está íntimamente relacionado con el estudio de la financiación de la empresa (Salas, 1994). De ahí, la importancia de analizar dicha estructura de la propiedad en las empresas del sector de la distribución comercial⁸¹.

En la actualidad, la figura clásica del empresario como propietario y al mismo tiempo director y supremo decisor de la empresa ha perdido vigencia. Con el crecimiento de la empresa surge la necesidad de centralizar la información, la planificación y la toma de decisiones, que la creciente complejidad de las empresas plantea, dando lugar a un proceso concatenado de transmisión de poder desde los accionistas a los gerentes profesionales (Azofra, 1987). Esta nueva clase dirigente

⁷⁹ Se trata de un conjunto de empresas jurídicamente independientes que desarrollan su actividad en diferentes sectores, pero ateniéndose a una unidad de dirección y control común.

⁸⁰ En El Corte Inglés existe una división denominada "Atención al Cliente" que desarrolla toda la actividad relacionada con la gestión de créditos y aplazamientos de pagos de compras, así como la gestión de su tarjeta de crédito.

⁸¹ La evidencia empírica del trabajo de Salas y Galve (1993) revela que la propiedad y el control de la empresa influyen sobre su eficiencia y rentabilidad.

-“tecnoestructura” en terminología de Galbraith- tiene normalmente un gran poder de decisión dado su mayor conocimiento y contacto con la realidad empresarial.

La **teoría de la organización** o teorías “*behavioristas*”, donde se incluyen Simon (1957), Barnard, Cyert y March (1963), consideran a la empresa como una coalición de individuos o grupos de individuos con objetivos diferentes y a veces contradictorios. Los miembros de esta coalición, que incluye directivos, trabajadores, accionistas, clientes, proveedores, prestamistas y cualquier otro grupo con algún interés en la empresa, tienen unas demandas o pretensiones contradictorias entre sí, haciéndose preciso reconciliarlas mediante un proceso de negociación y de ajuste entre dichos grupos participantes, para que la empresa pueda sobrevivir. Los grupos alcanzan una situación de equilibrio, fijando un objetivo que, en cierto modo integra a los de todos los participantes.

Según la **teoría de la empresa gerencial**, desarrollada en los años cincuenta y sesenta (Marris, 1965; Baumol, 1959), después de que Berle y Means (1932) documentaran su existencia, la gestión de sus recursos se encarga a un gerente profesional con nula o baja participación en el capital de la empresa y que tiene suficiente discrecionalidad para asumir sus propios objetivos.

La separación de la propiedad y el control⁸² produce una situación en la que los intereses de los propietarios, basados en la maximización del rendimiento de sus inversiones, no coinciden con los de los directivos que gestionan las modernas corporaciones, y facilita la discrecionalidad de los directivos para perseguir sus propios objetivos⁸³. La función de utilidad de la gerencia desplaza a un segundo plano al objetivo normativo de la teoría de las decisiones financieras: maximizar el valor de mercado de la empresa para los accionistas y obligacionistas; es decir, maximizar la

⁸² “La propiedad de la riqueza industrial ha quedado como mero símbolo de la propiedad mientras que el poder, la responsabilidad y la riqueza, que en el pasado fueron parte integral de la propiedad han sido transferidos a un grupo separado en cuyas manos yace el control” (Berle y Means, 1932: 232).

⁸³ Los principales objetivos de los directivos hacen referencia a su remuneración, seguridad, poder y prestigio (Galbraith, 1974; Donaldson, 1963; Williamson, 1965; Cuervo, 1979). Marris (1963) los resume en su seguridad y el crecimiento de la empresa.

riqueza conjunta de todos los que ostentan un derecho sobre los activos y flujos de caja generados por la empresa (Fama, 1978).

Un tratamiento del conflicto de objetivos derivado del problema de la separación entre la propiedad y el control, conceptualmente diferente al seguido por las teorías gerenciales o “*managerial theories*”, es el que proporciona la **teoría económica de las organizaciones**⁸⁴ (donde se incluye la teoría de la agencia⁸⁵).

En la teoría de la agencia, la empresa no es más que una ficción legal que sirve como centro de un proceso complejo en el que los objetivos individuales en conflicto son reconducidos a una situación de equilibrio dentro de un modelo de relaciones contractuales (Jensen, 1990; Jensen y Meckling, 1976). Estas relaciones de agencia, o contratos mediante los cuales una parte (agente) se compromete a ejercer una actividad o prestar un servicio en nombre de otra (principal), constituyen la esencia de la empresa y el origen de los derechos individuales, determinan las aportaciones y compensaciones de los participantes en la empresa y configuran a la misma como un nexo de contratos entre propietarios privados de los factores de producción, cada uno de ellos motivado por su propio interés (Milgrom y Roberts, 1993: 566-629; Azofra, 1987: 161-164; Ocaña y Salas, 1983: 157-182).

De este modo, la relación entre la dirección de la empresa y los accionistas puede plantearse como un problema de agencia que nace de la capacidad discrecional de actuación que le confiere al agente (la dirección) la delegación de poder decisorio que en él efectúa el principal (la propiedad). El agente intentará maximizar su función de utilidad, distinta de la del principal, dentro de los límites fijados a su capacidad discrecional de actuación. El principal procurará que el agente adopte aquellas decisiones que mejor contribuyan a maximizar su función de utilidad personal. Surge el coste o pérdida residual (*residual loss*), que equivale a la diferencia entre el nivel de

⁸⁴ Abarca desde la teoría de las burocracias jerárquicas de Monsen y Downs (1965) y Williamson (1967), hasta la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976, 1979; Fama y Jensen, 1983) y la economía de los costes de transacción (Williamson, 1985).

⁸⁵ “La realidad hace concebir la explicación de la fijación de objetivos de la moderna teoría de la organización como una consideración parcial que ha de completarse con la teoría de la dirección como fuerza de poder que en la empresa intenta imponer sus objetivos, con las restricciones que el resto de los grupos introducen, en función de su fuerza relativa” (Cuervo, 1979: 164).

bienestar que realmente alcanza el principal y el que hubiera alcanzado caso de que el agente se comportase de forma óptima.

Los directivos, al satisfacer sus propios intereses y amparados en la situación de asimetría informativa, están predispuestos a adoptar decisiones que “perjudican” los objetivos de los accionistas. Así, llevarán a cabo (Menéndez, 1993; Milgrom y Roberts, 1993; Arruñada, 1990: 89-103):

- políticas de crecimiento excesivo, desarrollando inversiones que aunque no contribuyan a aumentar el valor de la empresa, permitan el crecimiento de la misma, favoreciendo así sus objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración.

- la apropiación extracontractual de los recursos de libre disposición, es decir, de aquéllos disponibles tras realizar todas las inversiones con valor esperado positivo, fijando sus propias retribuciones por encima de las del mercado o consumiendo bienes o servicios innecesarios y/o de lujo⁸⁶.

- competir con la propia empresa, utilizando información lograda en el desempeño de su labor directiva o, más frecuentemente, emprendiendo por cuenta propia oportunidades de negocio que se presentan en la empresa.

- políticas exageradamente conservadoras en la toma de decisiones y estrategias de diversificación de negocios excesiva, que ponen en peligro la eficiencia de la empresa⁸⁷. Realizan las inversiones de menor riesgo a fin de facilitar la diversificación del riesgo total de la empresa, aunque ello suponga rechazo de proyectos de inversión

⁸⁶ Ang y Peterson (1986); Lang y Litzenberger (1989) y Smith y Watts (1992), entre otros, contrastan empíricamente la hipótesis de que los flujos de caja de libre disposición incentivan el aumento del endeudamiento y la distribución de dividendos. Si las alternativas de inversión no tienen valor esperado positivo, los recursos de libre disposición no podrán ser empleados de forma eficiente, por lo que es preferible la reducción de los mismos, bien aumentando el reparto de beneficios, bien manteniendo mayores niveles de endeudamiento, que además sometan las decisiones directivas a la supervisión de los acreedores. Por tanto, la decisión de dividendos, al igual que la de financiación, al reducir los recursos de libre disposición y la inversión ineficiente, influye en los incentivos de los directivos para maximizar la riqueza de los accionistas, condicionando el valor que éstos asignen en el mercado a su inversión.

⁸⁷ Estas políticas pueden resultar especialmente indeseables para los accionistas, dado que ellos pueden diversificar su patrimonio libremente en el mercado de capitales. Los directivos con su dedicación a la empresa asumen un riesgo que no puede diversificarse de la misma forma que la cartera de valores de los accionistas, dado que no se elimina el riesgo específico del que depende su retribución, aún suponiendo que puedan trabajar en más de una empresa o que diversifiquen las actividades de la misma.

con mayor valor actual neto (infrainversión) y un coste superior al de la diversificación que pueden realizar individualmente los accionistas.

En definitiva, la maximización de la función de utilidad de los directivos requerirá estrategias, como aumentar el tamaño de la empresa o diversificar el negocio, que pueden ser contradictorias con la maximización de la eficiencia de la empresa; requisito exigido para satisfacer los intereses de los accionistas. Además, el interés por el crecimiento de la empresa y la mayor aversión al riesgo de los directivos, no sólo influyen en las decisiones de inversión, sino también en las de financiación. La teoría de la jerarquía de las preferencias (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984) sostiene que los directivos financian las inversiones preferentemente con recursos generados internamente, acudiendo a la financiación externa sólo en caso de que existan inversiones rentables y los fondos internos no sean suficientes para llevarlas a cabo. Entonces, se utiliza primero financiación ajena; la emisión de fondos propios se considera la última alternativa, debido a que transmite una señal informativa negativa a los accionistas, provocando una disminución del valor de las acciones en el mercado. Sin embargo, la utilización de financiación interna en lugar de externa, favorece los intereses de los directivos, porque de esta manera eluden que los mercados financieros examinen directamente a la empresa y evitan incrementos en el riesgo de quiebra derivados del endeudamiento, así como el coste que suponen las nuevas emisiones de fondos ajenos (Menéndez, 1993). Por tanto, las diferencias de información entre directivos, accionistas y acreedores, junto a la divergencia de sus intereses, originan conflictos asociados a la discrecionalidad de los directivos en la toma de decisiones, e inciden sobre las expectativas de los accionistas y acreedores en cuanto al valor de su inversión.

La divergencia entre los objetivos de la propiedad y el control de las empresas surge como consecuencia de que (1) existe una gran dispersión de la propiedad entre un número elevado de socios, por lo que ningún accionista individual ni ningún grupo pequeño de accionistas poseen un porcentaje importante del total de las acciones, que les incentive para vigilar a la gerencia, y (2) los directivos poseen una proporción insignificante del total de las acciones (Berle y Means, 1932). Por tanto, aunque la separación entre la propiedad y el control y la dispersión de la propiedad, permiten la especialización de funciones y el reparto en la asunción de riesgos, desincentivan a los

accionistas para ejercer un control directo sobre las decisiones directivas -que aseguraría la convergencia de los intereses de ambos colectivos y limitaría comportamientos oportunistas-, ya que el accionista no podrá apropiarse más que de una parte proporcional de los beneficios que produzca su esfuerzo de control, soportando todo el coste del mismo. Además, los directivos, por las propias características de su trabajo, tienen más información que los accionistas sobre la situación de la empresa, sus oportunidades, así como sobre las decisiones que serán adoptadas, que quedarán tanto más a su discrecionalidad cuanto mayor sea la asimetría de información y menor sea el control a que se sometan sus actuaciones.

En presencia de asimetría informativa y de costes de adquisición de información, la divergencia de intereses animará los comportamientos oportunistas del agente (problema de riesgo moral u oportunismo postcontractual), dadas las dificultades de los inversores para controlar las decisiones de los directivos (Hubbard, 1990; Myers y Majluf, 1984; Leland y Pyle, 1977). Estos problemas tendrían solución si fuese posible considerar de antemano todas las contingencias que pueden presentarse en la relación de los diferentes grupos de interés, la actuación de cada una de ellas y las penalizaciones en caso de no ajustarse a lo acordado. Sin embargo, una observación completa es costosa o incluso imposible (Holmström, 1979), dada la existencia de racionalidad limitada y conductas oportunistas. De ahí, la existencia de costes de supervisión (*monitoring costs*) derivados de la implantación de sistemas de incentivos y controles al comportamiento del agente, y costes de fianza (*bondings costs*), al incluir en los contratos cláusulas restrictivas de la autonomía decisoria del agente, para garantizar que actuará acorde con los intereses del principal (Azofra, 1987). Para resolver estos problemas contractuales deben diseñarse sistemas de incentivos y mecanismos de control que intenten mitigar cualquier comportamiento oportunista⁸⁸.

⁸⁸ Existen diversos mecanismos de control de la discrecionalidad de los directivos, que reducen (aunque no eliminan) los costes de agencia. Entre otros (Moschandreas, 1994; Menéndez, 1993; Butz, 1991; Arruñada 1990; Mork *et al.*, 1988), el Consejo de Administración, el control ejercido por los accionistas en el mercado de capitales, a través del mercado de empresas (o mercado de control societario), la existencia de un mercado de directivos, la competencia en el mercado de bienes y servicios, mediante la relación con los bancos-acreedores (Moschandreas, 1994: 307-314) y a través de un sistema de incentivos explícito que vincule los intereses de los directivos -en forma de remuneraciones- con los de los accionistas (por ejemplo, retribución mediante participaciones en capital).

Si la estructura de propiedad está dispersa, a los accionistas les resultará difícil obtener la información que les interesa sobre la empresa. En consecuencia, se mantendrán las asimetrías de información entre directivos y accionistas, los cuales no podrán evaluar si aquéllos están actuando de acuerdo a los intereses de los accionistas o conforme a los suyos propios. Además, la capacidad de los accionistas de controlar la gestión de los ejecutivos, y en caso necesario, sustituirlos también está muy limitada. Dadas esas circunstancias, los accionistas dispersos carecerán de incentivos para intentar supervisar la actuación de la dirección ya que ello les exigiría un importante esfuerzo (fundamentalmente de coordinación con los otros accionistas) de dudoso éxito para, en su caso, obtener una parte mínima de los beneficios generados por su esfuerzo, teniendo en cuenta el problema del riesgo moral.

La concentración de la propiedad y la existencia de accionistas permanentes o temporales, pueden afectar a las decisiones financieras de la empresa a largo plazo y por ende, al valor de la misma (Demsetz y Lehn, 1985). Sólo los inversores relativamente grandes (inversores institucionales) y de carácter permanente estarán inclinados a controlar de modo significativo el comportamiento y la gestión de la empresa⁸⁹. Del mismo modo, la asunción por una entidad financiera-propietaria de la función de accionista activo en la empresa limita la discrecionalidad con la que actúan los directivos profesionales⁹⁰. En definitiva, parece que el consejo de administración asegura que los intereses de los accionistas y tal vez los de otros interesados, estén representados en las decisiones importantes de la empresa. Su misma creación eleva la cuestión a un nivel más profundo: ¿a qué disciplina están sometidos los miembros del consejo? ¿Quién controla al controlador? En última instancia, se necesita que algún propietario se asegure de que la gerencia no dilapide las inversiones de los accionistas (Milgrom y Roberts, 1993).

⁸⁹ Aunque, tradicionalmente, la política de los inversores institucionales ha sido evitar la "interferencia" en la gestión de las empresas y simplemente vender sus acciones cuando no estaban satisfechos con alguna de ellas. Además, existe un problema adicional: ser un accionista importante de una gran empresa requiere tener una cartera muy desequilibrada. Habría, entonces, que preguntarse por los rendimientos adicionales que recibe un accionista importante para compensar los costes de estar poco diversificado. Una tercera cuestión hace referencia a la influencia que un gran accionista puede realmente ejercer frente a la resistencia de la alta gerencia (Milgrom y Roberts, 1993: 583-586).

⁹⁰ Coherente con el modelo de relaciones entre bancos y empresas en Japón y Alemania (Aoki, 1988). Hoshi *et al.* (1990) y Prowse (1990) demuestran empíricamente cómo la participación bancaria en la propiedad de las empresas influye en sus resultados.

En consecuencia, cuanto mayor sea la dispersión de la propiedad de la empresa, cabe esperar mayor discrecionalidad directiva y mayores conflictos de intereses, todo lo cual influirá negativamente en el valor de la empresa. Por tanto, la estructura de propiedad de la empresa condiciona su eficiencia; los cambios en los derechos de propiedad afectan a la estructura de incentivos y al comportamiento de directivos y trabajadores (Cuervo, 1995: 20).

En esta línea, Berle y Means (1932), Shleifer y Vishny (1986), Hill y Shell (1988), Pound (1992) y Galve y Salas (1993), entre otros, han demostrado empíricamente cómo la distribución de la propiedad tiene implicaciones para el desarrollo estratégico, eficiencia, y, en último término, el valor de la empresa, centrándose en la eliminación, al menos parcial, de los problemas de agencia⁹¹. Sin embargo, otros autores (Demsetz, 1983; Demsetz y Lehn, 1985) concluyen que la distribución de propiedad es irrelevante en los resultados de la empresa, dado que, si surgiera la necesidad de que los accionistas se organizaran, por ejemplo, ante la evidencia de unos directivos ineficientes, se agruparían para tomar las medidas oportunas aunque estuvieran muy dispersos (Demsetz, 1983).

Demsetz y Lehn (1985) estudian los factores determinantes de la concentración de la estructura de la propiedad para algunas empresas de los Estados Unidos, mientras que Leech y Leahy (1991) lo analizan para las británicas. Destaca la influencia en sentido inverso del tamaño de la empresa sobre la concentración del capital, así como la influencia positiva del riesgo y de la regulación de la actividad de la empresa. En España, las tesis doctorales de Galve (1992) y Rodríguez (1993) estudian la estructura de propiedad de las empresas españolas y sus factores determinantes⁹².

El reparto de dividendos contribuye a reducir el conflicto entre accionistas y directivos, derivado de la aversión al riesgo de estos últimos (Easterbrook, 1984), lo que les llevaría en principio a preferir la utilización de los recursos procedentes de la autofinanciación.

⁹¹ Lowenstein (1991) señala otro argumento a favor de esta tesis, según el cual muchos accionistas mayoritarios no dedican tiempo a las tareas de supervisión.

⁹² Los resultados empíricos del trabajo de Rodríguez (1993) revelan que la concentración del accionariado influye en sentido inverso sobre el nivel de endeudamiento.

González y Menéndez (1993) encuentran una relación directa entre el grado de dispersión de la propiedad, el nivel de endeudamiento y la tasa de distribución de dividendos en las empresas españolas no financieras que cotizaron en la Bolsa de Madrid durante el ejercicio económico 1991 (165 empresas). El mayor endeudamiento y reparto de dividendos a medida que la propiedad está más dispersa, sugiere la utilidad de las decisiones de financiación y dividendos para reducir los conflictos de agencia entre accionistas y directivos, los cuales se presentan con mayor intensidad en estructuras de propiedad dispersas, debido al menor control directo que en estos casos ejercen los accionistas sobre las actuaciones directivas.

1.3.3. Participación de los directivos en la propiedad del capital.

Diversas teorías plantean diferentes conclusiones respecto a los efectos que tiene la participación de los directivos en el capital de la empresa, sobre sus actuaciones y decisiones financieras y, en último término, sobre el valor de la empresa:

Según la hipótesis de “convergencia de intereses”, conforme aumenta la participación en el capital de los directivos, sus intereses convergen con los de los accionistas desembocando todo ello en un incremento del valor de la empresa. Parece lógico que los directivos se “esfuerzen” en mayor medida en la adopción de decisiones que maximicen la riqueza de los accionistas, al depender de ello el valor de su inversión (Agrawal y Mandelker, 1987)⁹³. Se atenúan los problemas derivados del interés que en principio tienen los directivos por su seguridad profesional, que puede llevarles a adoptar decisiones de inversión que reduzcan la variabilidad de los flujos de caja totales de la empresa y que tengan un riesgo sistemático inferior al esperado por los accionistas. Esta diversificación no eficiente del riesgo de las inversiones conviene a los directivos no propietarios, pero no a los accionistas, quienes tratarán de aprovechar los aumentos de riesgo de las inversiones que puedan diversificarse de forma personal o trasladarse a los acreedores (Menéndez, 1993).

⁹³ En este sentido, también se pronuncia Arruñada (1991: 51): “El titular del valor residual de los activos (el propietario) está en mejores condiciones para ser a la vez patrón y perceptor de la renta residual (directivo)”.

Agrawal y Mandelker (1987) observan empíricamente que en las empresas cuyas inversiones provocan aumentos en la varianza del rendimiento de los activos, sus directivos participan en el capital en mayor medida que en las empresas donde se realizan inversiones reductoras del riesgo de los activos. Por lo que la participación directiva en la propiedad supone un incentivo para que tomen decisiones de inversión que favorezcan los intereses de los accionistas. Amihud y Lev (1981) señalan que los procesos de formación de conglomerados -operaciones que presumiblemente provocan una disminución del riesgo de las inversiones del grupo-, se producen más a menudo cuando los directivos no tienen una presencia relevante como accionistas.

Sin embargo, la hipótesis de “atrincheramiento” de los directivos-accionistas sugiere que el valor de la empresa puede verse afectado negativamente cuando los directivos poseen niveles significativos de participación en el capital, ya que éstos pueden servirse de dicha propiedad para actuar en su propio interés. Una participación importante en el capital les otorga suficiente poder para establecer condiciones contractuales favorables en cuanto a su remuneración y seguridad en su puesto (“contratos blindados”), lo cual dificulta la realización de operaciones de toma de control (Stulz, 1988) y favorece la discrecionalidad de los directivos-accionistas (Morck, Shleifer y Vishny, 1988). Este tipo de situaciones son menos frecuentes cuando existe una elevada concentración del capital en los directivos, suficiente para hacer coincidir sus intereses con los de los accionistas, si bien en este caso se desaprovechan ventajas de estructuras de propiedad dispersas, como por ejemplo, el reparto del riesgo entre múltiples socios.

Varios estudios empíricos (Galve y Salas, 1993; Mc Connell y Servaes, 1990; Morck *et al.*, 1989; Stulz, 1988) han analizado la relación entre el nivel de participación de los directivos en la propiedad de la empresa y el valor de la misma, encontrando relaciones diferentes para distintos intervalos de participación accionarial de los directivos.

Friend y Lang (1988) y Agrawal y Nagarajan (1990), entre otros, analizan empíricamente la relación entre el nivel de participación de los directivos en el capital de la empresa y su nivel de endeudamiento, revelando una relación en sentido inverso.

La metodología empleada por Friend y Lang (1988) para estudiar los factores determinantes de la estructura de capital se basa en un análisis de regresión múltiple, sobre una muestra de 984 empresas que cotizaban en la Bolsa de Nueva York entre 1979 y 1983. Concluyen que la participación de los directivos en la propiedad es una de las variables explicativas, bastante significativa y con signo negativo. El nivel de endeudamiento disminuye a medida que aumenta la participación de los directivos en el capital de la empresa, así como cuanto mayor es la rentabilidad económica, el riesgo no diversificable y cuantas menores garantías reales posea la empresa.

Agrawal y Nagarajan (1990), mediante un contraste de diferencias de medias y medianas, comparan para el mismo período (1979-1983) y para una muestra de 142 empresas cotizadas en la Bolsa de Nueva York, el porcentaje medio de acciones en poder de directivos de empresas cuyas estructuras financieras ofrecen menos de un 5 por ciento de deuda a largo plazo, con el que por término medio tienen los directivos de empresas con niveles de endeudamiento a largo plazo mayores que el citado 5 por ciento. Llegan, igualmente, a la conclusión de que en las empresas más endeudadas la participación de los directivos en la propiedad es menor.

Por tanto, cuanto mayores sean la participación de los directivos en el capital (Friend y Lang, 1988; Agrawal y Nagarajan, 1990) y la concentración del accionariado (Rodríguez, 1993), menor será la proporción de deuda en las estructuras financieras de las empresas; lo cual confirma la utilidad de la deuda para facilitar la supervisión de los mercados financieros y así reducir los conflictos de agencia entre directivos y accionistas.

En definitiva, los problemas de agencia son mayores en empresas que tienen una estructura de propiedad dispersa, dado que es menor la probabilidad de que los accionistas controlen directamente las decisiones directivas, y cuando los directivos no tienen una participación significativa en la propiedad del capital, ya que en ese caso sus intereses están menos vinculados a los del accionariado. Además, en las empresas que no disponen de oportunidades de inversión rentables, es más probable que surjan conflictos entre accionistas y directivos, por la existencia de recursos de libre disposición. En este sentido, se explica que mantengan mayores niveles de

endeudamiento y de reparto de dividendos las empresas con una estructura de la propiedad más dispersa, en la que no participen los directivos, y que no dispongan de oportunidades de inversión rentables, ya que en esos casos es mayor la utilidad de las decisiones financieras para atenuar los problemas de agencia (Menéndez, 1993).

1.3.4. Efectos de la asimetría de información sobre las decisiones financieras de la empresa, teniendo en cuenta el grado de participación de los directivos en la propiedad.

La asimetría de información entre directivos y, accionistas y acreedores conduce a situaciones de *selección adversa o antiselección* (Akerlof, 1970), es decir, los inversores valoran la información que reciben suponiendo la posibilidad más desfavorable, a fin de cubrirse del riesgo de que realmente lo sea.

Las decisiones financieras de la empresa sirven para transmitir señales informativas a los mercados financieros. En relación con la información sobre las decisiones estratégicas de la empresa, los inversores no estarán interesados en que los directivos la transmitan, porque supondría derribar una barrera a la entrada de competidores, al facilitarles información sobre oportunidades futuras de inversión que pueden crear valor (Campbell, 1979).

Los efectos de emitir una señal informativa al mercado se reflejan en los cambios del valor de la empresa en el mercado. La utilidad de las decisiones directivas como señales informativas para los inversores, ha sido contrastada empíricamente a través de los cambios en la cotización de los títulos emitidos por la empresa cuando el mercado tiene conocimiento de alguna decisión directiva. Ante nueva información “positiva” puede apreciarse un rendimiento extraordinario en los títulos⁹⁴, que se estima como la diferencia entre el rendimiento ofrecido en dicha fecha por el activo financiero y el rendimiento esperado según algún modelo de valoración (por ejemplo, el CAPM), lo cual hace que los inversores revisen sus expectativas⁹⁵.

⁹⁴ Se están suponiendo, por tanto, las hipótesis semifuerte o fuerte de mercados financieros (Pettit, 1972; Patell y Wolfson, 1984; Eades *et al.*, 1985).

Diversos estudios empíricos analizan el efecto de las decisiones directivas sobre los precios de los activos financieros emitidos por la empresa, para detectar rentabilidades anormales consecuentes con sus efectos informativos⁹⁶. Así, se producen rendimientos extraordinarios asociados a las acciones después del anuncio de:

a) Cambios en la estructura financiera de la empresa (Leland y Pyle, 1977; Ross, 1977; John, 1987; Kim *et al.*, 1992; Borwman, 1995)⁹⁷. El aumento (disminución) de la cantidad de acciones emitidas por una empresa reduce (aumenta) la cotización de las mismas, mientras que los incrementos de la deuda tienden a aumentar los precios de las acciones⁹⁸. En las transacciones que involucran títulos más complejos (como acciones preferentes o la deuda convertible), o la compra y venta simultánea de diferentes títulos (como los préstamos para financiar una recompra de acciones), cuanto más “parecido a las acciones” sea el título emitido, más negativo es su efecto sobre la cotización de las acciones (Weston *et al.*, 1990: 125)⁹⁹.

Los accionistas interpretan anuncios de aumentos en el nivel de endeudamiento como una señal de que el riesgo de fracaso financiero de la empresa no es relevante, dado que suponen que los directivos están interesados en evitar la insolvencia de la empresa, porque si ésta llegara a producirse serían penalizados. La prueba empírica del efecto informativo de los cambios en la estructura de capital, la constituye la

⁹⁵ Kothari y Shanken (1992) analizan empíricamente la relación entre la revisión de los inversores de sus expectativas sobre la empresa y los rendimientos extraordinarios de las acciones.

⁹⁶ Véase la revisión de tales trabajos realizada por Susana Menéndez (1995; 1993: 56-58).

⁹⁷ Masulis (1980; 1983), McConnell y Schlarbaum (1981), Pinegar y Lease (1986) y Cornett y Travlos (1989), entre otros, estudian el efecto de la señal de variaciones en la estructura de capital debidas a una oferta de cambio de títulos.

⁹⁸ Se supone, por tanto, que la deuda produce un efecto apalancamiento favorable en la rentabilidad financiera o para los accionistas (ROE, *Return On Equity*); es decir, que la rentabilidad económica (ROI, *Return On Investment*) es superior al coste de la financiación ajena.

⁹⁹ Harris y Raviv (1991) recogen un conjunto de referencias sobre los estudios originales que hallaron estas características. Los efectos informativos de la emisión de obligaciones convertibles son tratados, entre otros, por Dann y Mikkelson (1984), Eckbo (1986), Mikkelson y Partch (1986), Szewcyk (1992), y del rescate de las mismas por Mikkelson (1981) y Ofer y Natarajan (1987).

rentabilidad extraordinaria que obtienen las acciones de la empresa cuando se anuncian “ofertas de cambio de títulos” que implican aumentos en el nivel de endeudamiento de la empresa.

b) Reparto de dividendos. Se observan empíricamente rendimientos extraordinarios en las acciones en la fecha del anuncio de reparto de dividendos, ya que transmiten información sobre las expectativas que tienen los directivos sobre los flujos de fondos que serán generados por la empresa (Bhattacharya, 1979; Kalay, 1980; Eades, 1982; John y Williams, 1985; Miller y Rock, 1985; Bar-Yosef y Huffman, 1986; Manakyan y Carrol, 1990; Chang y Chen, 1991; Espitia y Ruiz, 1995).

Del mismo modo, el anuncio de los beneficios empresariales del período también se correlaciona positivamente con el rendimiento de las acciones (Pettit, 1972; Aharony y Swary, 1980; Asquith y Mullins, 1983; Patell y Wolfson, 1984; Kane *et al.*, 1984; Miller y Rock, 1985; John y Lang, 1991; Brookfield y Morris, 1992; Ripington y Taffler, 1995).

Ambarish *et al.* (1987), Williams (1988) y John y Lang (1991) consideran los efectos “positivos” de la señal conjunta de dividendos y decisiones de inversión de la empresa.

c) La decisión de inversión en la empresa (John y Nachman, 1985) y las inversiones en activos (McConnell y Muscarella, 1985) también son señales que inciden favorablemente en el valor de las acciones en el mercado.

d) Una ampliación de capital (Myers y Majluf, 1984; Asquith y Mullins, 1986; Masulis y Korward, 1986; Mikkelsen y Partch, 1986; Kalay y Shimrat, 1987; Loderer *et al.*, 1991; Brous, 1992, Loderer y Mauer, 1992, Szewczyk, 1992). Los accionistas interpretan la ampliación de capital como una señal de que los directivos consideran que las acciones están sobrevaloradas en el mercado, ya que en otro caso no interesaría su emisión. Por tanto, tiene un efecto negativo.

e) Y la negociación de acciones por los agentes internos, que a su vez tiene efectos sobre otras señales (John y Mishra, 1990 y John y Lang, 1991). Masulis

(1980), Dann (1981) y Vermaelen (1981), entre otros, consideran la señal informativa de la recompra de acciones; y Vermaelen (1984) y Ofer y Thakor (1987) consideran dicha señal conjuntamente con el anuncio de reparto de dividendos.

En definitiva, las conclusiones de los estudios empíricos reflejan un efecto negativo de las ampliaciones de capital sobre la cotización de las acciones y un efecto positivo de los aumentos de endeudamiento, reparto de dividendos, decisiones de inversión y recompra de acciones. Si bien estos efectos están condicionados a la **participación de los directivos en la propiedad**, a las posibilidades de inversión de la empresa, o a la confluencia de varias señales informativas (Menéndez, 1993).

1) La participación de los directivos en la propiedad del capital refleja una señal positiva sobre las expectativas de la empresa en cuanto a su capacidad de creación de valor, dada la asimetría de información entre inversores y directivos¹⁰⁰ (Bradford, 1987; John y Mishra, 1990). Esta participación les supone un coste en términos de oportunidades de diversificación desaprovechadas de su cartera de valores o de inversiones alternativas más rentables, teniendo en cuenta la limitación de su presupuesto personal. Por tanto, la participación de los directivos en la propiedad del capital es una señal indicativa de que sus expectativas sobre los resultados de la empresa son positivas, de manera que cuanto mayor sea dicha participación más interesados estarán accionistas y acreedores en invertir en la empresa y mayor valor asignarán a los activos de la misma (Leland y Pyle, 1977).

Las operaciones realizadas por los directivos-accionistas para modificar sus participaciones en la propiedad también sugieren una señal informativa¹⁰¹. Cuando este tipo de operaciones se realizan en torno a la fecha en que se anuncian las decisiones directivas, influye en la formación de expectativas de los inversores y por tanto en el efecto de dichos anuncios sobre la cotización de las acciones (Masulis,

¹⁰⁰ Los directivos están mejor informados sobre el valor de los activos y las oportunidades futuras de inversión de la empresa.

¹⁰¹ A las operaciones realizadas por los agentes internos para modificar su participación en la propiedad de la empresa se las denomina "*insider trading*". Entre otras, figuran la compra venta de acciones en el mercado o de forma privada, el ejercicio de opciones o certificados de opción sobre acciones de la empresa, las conversiones o rescate de títulos convertibles, y la remuneración en forma de acciones.

1983; Pinegar y Lease, 1986; Cornett y Travlos, 1989). De esta forma, si se produce un aumento (disminución) inusual de la participación de los directivos en el capital de la empresa, tiene un efecto positivo (negativo) sobre el valor de la empresa en el mercado, ya que los inversores consideran que dichas operaciones son consecuencia, y por tanto reflejo, de la información privada a su disposición¹⁰². Por consiguiente, la participación de los directivos en la propiedad y en especial en las modificaciones que se observen en la misma, influyen en el valor de la empresa en el mercado.

2) El reparto de dividendos puede utilizarse como “señal falsa” si los flujos de caja esperados no son suficientes para mantener el nivel de distribución esperado por el mercado. Sin embargo, la recompra de acciones puede actuar como señal positiva, con menor coste para la empresa que el reparto de dividendos.

El efecto informativo de los dividendos depende de la influencia que tengan sobre el valor de la empresa otras señales como son los anuncios de beneficios, las decisiones de inversión o la participación de los directivos en la propiedad. Cuando se anuncia el reparto de dividendos, el rendimiento anormal positivo asociado es significativamente menor (incluso puede llegar a ser negativo), si los inversores con información interna (directivos-accionistas) venden sus acciones en fechas anteriores a la del anuncio del reparto (John y Lang, 1991).

3) La ampliación de capital supone una señal negativa siempre que los directivos-accionistas no “comuniquen” otro tipo de señal positiva que reduzca la asimetría en ese sentido, con los inversores.

¹⁰² Masulis y Korward (1986) demuestran empíricamente un descenso en la cotización de las acciones cuando un accionista mayoritario anuncia la venta de una parte importante de su participación. Dicha disminución será mayor cuando dicho accionista sea a su vez, directivo de la empresa.

1.3.5. Naturaleza del grupo de control: familias y particulares, bancos, otras empresas.

Se ha demostrado empíricamente, que la naturaleza del grupo que ejerce el control en las empresas incide en su eficiencia y rentabilidad¹⁰³. El trabajo de Galve y Salas (1993) analiza la relación entre naturaleza del grupo de control, familias y particulares, bancos, otras empresas; y resultados financieros para un conjunto de grandes empresas españolas que cotizaban en bolsa durante el ejercicio 1990 (110 empresas). El grupo que controla la empresa determina su tamaño. Así, la dimensión de las empresas bajo control familiar suele ser menor que en las controladas por otros grupos. Y según la proporción de acciones que posee el grupo de control, la empresa será más o menos eficiente. De este modo, será más eficiente cuando la participación en el capital del grupo de control sea mayoritaria, ya que podrá ejercer un mayor control sobre la gerencia.

Por tanto, las empresas con un control mayoritario basado en un grupo familiar y/o en particulares son más eficientes al explotar las oportunidades de beneficio del mercado, porque los costes de organización¹⁰⁴ son menores entre las empresas familiares y con mayor concentración de su accionariado, que entre las no familiares y con accionariado más disperso. Sin embargo, esta eficiencia no puede traducirse enteramente en mayores resultados económicos y financieros, porque el interés por mantener el control obliga a estas empresas a elegir un tamaño subóptimo. Asegurar el control familiar y limitar las oportunidades para diversificar riesgos pueden obligar a la empresa a adoptar un tamaño por debajo del que maximizaría su rentabilidad (Galve y Salas, 1993).

En definitiva, para un mismo tamaño, se obtiene una rentabilidad superior en las empresas bajo control mayoritario que en las empresas con dispersión de la

¹⁰³ Mientras que las implicaciones de que el control sobre los recursos productivos de la empresa recaiga en el administrador no propietario, han sido ampliamente estudiadas por las teorías gerenciales y de la agencia, el estudio de la incidencia de que la propiedad y el control sobre los recursos resida en colectivos de accionistas de una u otra naturaleza es mucho más reciente.

¹⁰⁴ Entre los que figuran los costes de supervisar la labor de los gerentes.

propiedad, y en las empresas familiares (que suelen tener un planteamiento más a largo plazo) frente a las no familiares.

La teoría de la empresa bajo el control de un *holding* o bajo el control de una entidad financiera, se ha estudiado dentro del denominado “modelo de relaciones entre bancos y empresas en Japón y Alemania”. Las entidades financieras que poseen participaciones en las empresas, asumen la función de “accionistas activos”. Están interesadas realmente en la buena marcha de la empresa (Berglof, 1990) y suelen actuar con una visión de rentabilidad a largo plazo, permitiendo a los gerentes profesionales de la empresa participada adoptar sus decisiones con una mayor perspectiva temporal, positiva para el futuro de la empresa, al saber que no serán evaluados por sus resultados a corto plazo exclusivamente¹⁰⁵. Por ello, los autores partidarios de este modelo de relaciones banca-industria, consideran que en un sistema financiero basado en los mercados de capitales¹⁰⁶, la valoración de los directivos está muy condicionada por los beneficios a corto plazo de las empresas, lo cual incentiva a los directivos a sacrificar estrategias de largo plazo en la búsqueda de obtención rápida de beneficios (Corbett, 1987). Sin embargo, esto no sucede en sistemas como el japonés o el alemán, con una distribución accionarial más concentrada, en los bancos, por ejemplo, que valoran positivamente la obtención futura de beneficios (Hoshi *et al.*, 1991).

En general, en un contexto de información asimétrica y contratos incompletos, los bancos-accionistas pueden ejercitar el control sobre la empresa de una forma más eficiente que el que ejercerían los mercados financieros, al resolverse los problemas de falta de información que tienen los mercados cuando evalúan el potencial de la empresa y al limitar la discrecionalidad con la que actúan los directivos profesionales. Además, la participación bancaria en las empresas, les permite disponer de fondos comprometidos a largo plazo, quizás a un coste inferior al que ofrecen los mercados de capitales (Demsetz, 1983).

¹⁰⁵ El trabajo de Hoshi *et al.* (1991) demuestra empíricamente que las empresas japonesas con accionistas bancarios invierten, en promedio, más que aquéllas que no los tienen.

¹⁰⁶ El modelo de relaciones entre bancos y empresas en los Estados Unidos se fundamenta en la escasa participación bancaria en el accionariado de las empresas, que acudirán a los mercados de capitales para financiarse.

En ocasiones, este sistema permite resolver conflictos entre distintos accionistas de la empresa pues existe un accionista -un banco- interesado en el futuro de la empresa. Además, en situaciones de crisis de la empresa, ofrece soluciones menos traumáticas, ya que se cuenta con un accionista realmente interesado en la evolución de los resultados de la empresa (“accionista exigente”), lo cual facilita un eventual cambio estratégico o un proceso de reestructuración. Frecuentemente se evita la quiebra y la reestructuración empresarial es más suave, con lo que los conflictos sociales son inferiores (Aoki, 1988; Kester, 1991)¹⁰⁷.

1.3.6. Estructura de propiedad y dirección en las empresas del sector de la distribución comercial.

En relación con la estructura de la propiedad de las empresas del sector de la distribución comercial, no existe una pauta general de comportamiento. Sin embargo, se aprecia, al igual que en el de las empresas del resto de los sectores de la economía española, una concentración de la propiedad importante, un gran número de empresas controladas por familias y por empresas extranjeras y una participación minoritaria de entidades financieras (cuadro 1.13).

¹⁰⁷ Hoshi *et al.* (1991) muestran que las reestructuraciones empresariales en Japón son menos costosas.

TIPOS DE CONTROL	Familias y particulares	Entidades Financieras	Empresas Nacionales	Empresas Extranjeras	Bolsa
Control Absoluto ($X > 80$)	21	1	4	15	--
Control Mayoritario ($50 \leq X < 80$)	5	--	6	10	--
Control Minoritario ($5 \leq X < 50$)	5	8	4	3	3

Cuadro 1.13.: Estructura de Propiedad y Control de la Empresa Española de Distribución Comercial a marzo de 1994 (número de empresas).

Fuente: Directorio de accionistas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informes Anuales de Gestión, Alimarket y elaboración propia.

En las grandes sociedades americanas se constata una gran dispersión del accionariado; éste es efectivamente “anónimo” y marginalmente irrelevante para el funcionamiento y decisiones de la sociedad; se trata del accionista inversor, frecuentemente institucional, que se preocupa por el rendimiento y el riesgo de su cartera de inversiones. En Europa el inversor institucional no tiene el mismo protagonismo que en los EE.UU, sin embargo, los bancos son accionistas activos mucho más importantes y el *holding* o grupo de empresas con participaciones cruzadas está mucho más extendido. Empíricamente, en el estudio de Galve y Salas (1993) se ha demostrado que en España, la dispersión del accionariado y la consecuente separación entre propiedad y control, común en las empresas norteamericanas, tiene escasa aplicación¹⁰⁸. Por tanto, en las empresas españolas son menos frecuentes los

¹⁰⁸ En dicho estudio se constata que casi un 60 por cien de las empresas españolas con cotización bursátil en 1990, estaban sujetas a un control absoluto o mayoritario, es decir, los accionistas principales poseían más del 50 por ciento de las acciones; el resto pertenecía casi íntegramente al control minoritario, con participaciones, de los accionistas principales comprendidas entre el 5 y el 50 por ciento. La proporción de empresas sin accionistas con una presencia en el capital social de al menos el 5 por ciento (porcentaje a partir del cual se atribuye al accionista interés y posibilidades efectivas de ejercer el control) era insignificante, un 2,3 por cien, lo cual revela que la empresa gerencial, en el sentido americano, tiene escasa relevancia en España.

problemas de agencia derivados de los conflictos de intereses entre accionistas y directivos, debido a que los accionistas mayoritarios pueden ejercer un mayor control sobre los directivos. Por ello, tiene mayor trascendencia estudiar las implicaciones que puede tener para la eficacia de la empresa, la naturaleza del grupo de control: familias, bancos, otras empresas,...; y no tanto las implicaciones de una separación entre propiedad y control derivada de un accionariado disperso.

En el estudio de la estructura de la propiedad y el control de las empresas de distribución comercial, lo que interesa realmente es el grado de control que los accionistas ejercen sobre los directivos y quién es el grupo de accionistas que ejerce ese control. Sin embargo, la información disponible, en el *Directorio de accionistas*, en los “registros” de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en los *Informes de Gestión Anuales* de algunas empresas del sector de la distribución comercial y en *Alimarket*, únicamente se muestra la distribución del accionariado. Por ello, hemos considerado que una empresa está bajo control “efectivo” si el colectivo de accionistas homogéneos¹⁰⁹ más grande posee al menos el cincuenta por ciento de las acciones, mientras que si el porcentaje es menor del cincuenta por ciento a la empresa se le atribuye una situación de control “difuso”. Con este criterio, en una muestra formada por 70 empresas (véase Anexo 1.11), 62 empresas pertenecen al tipo de control “efectivo” y 8 al de control “difuso” (la mayoría de estas últimas son sociedades cooperativas).

De todas las empresas españolas de distribución comercial, únicamente cotizan en Bolsa dos grandes hipermercados -Centros Comerciales Pryca, S.A. y Centros Comerciales Continente, S.A.-, y un gran almacén -Cortefiel-; desde hace relativamente poco tiempo y en una proporción escasa de la totalidad de sus capitales sociales -Pryca un 16,2 por ciento, Continente un 15 por ciento y Cortefiel un 25 por ciento-.

¹⁰⁹ Los grupos homogéneos de accionistas que se han considerado son los siguientes: “familias”, “entidades financieras”, “empresas nacionales” y “empresas extranjeras”, dado que el “sector público” únicamente posee, con carácter marginal, una participación minoritaria en este sector de la economía (concretamente a través de Patrimonio, el 44 por ciento de la empresa Mercasa).

En definitiva, la escasa dispersión del accionariado en la empresa española de distribución comercial asegura un control “efectivo” sobre sus directivos, que asumirán como objetivo en la toma de decisiones la creación de riqueza para los accionistas¹¹⁰.

En la estructura empresarial española, la pequeña y mediana empresa (pyme), habitualmente bajo un control familiar, tiene una indudable relevancia. En este sentido, el estudio de Galve y Salas (1993) demuestra que más de un 70 por cien de las empresas españolas con cotización bursátil en 1991 estaban controladas por otra empresa o entidad de crédito, es decir, formaban parte de una estructura de *holding*. Casi todo el resto de la muestra que utilizaron, estaba bajo control de familias y/o particulares. En el sector de la distribución comercial se aprecia un gran número de empresas controladas por familias, habitualmente las fundadoras¹¹¹ (Anexo 1.11). Normalmente las familias ejercen un control absoluto o mayoritario (por tanto “efectivo”) -cuadro 1.13.-; por ello, disponen de unos elevados incentivos para supervisar la actuación de los gerentes, y sobre todo, para depositar esa gerencia en manos de miembros del grupo familiar (Anexo 1.11). Esto supone un mecanismo implícito de incentivos para la dirección, en la búsqueda del objetivo financiero de la empresa: maximizar su valor de mercado para los accionistas.

En el sector que nos ocupa, el control ejercido por empresas extranjeras es, sin duda alguna, muy relevante. Con la liberalización del movimiento de capitales y empresas en la UE, se ha producido, a partir de 1986, una entrada masiva de capital extranjero en el sector español de la distribución comercial. Así, en el capital de los grandes hipermercados españoles -Centros Comerciales Pryca, S.A., Centros Comerciales Continente, S.A., Alcampo, S.A., Makro, S.A. y Jumbo, S.A.- y de algunos grandes almacenes -como Simago, S.A.- existe un porcentaje de participación mayoritaria de las empresas matrices extranjeras¹¹². Curiosamente, el capital de estas

¹¹⁰ Galve y Salas (1993) demuestran que empresas bajo control “difuso” obtienen unos resultados inferiores a los de empresas bajo control “efectivo”, debido, entre otras causas, a sus mayores “costes contractuales”.

¹¹¹ Por ejemplo, en Cortefiel, las familias fundadoras poseen un 71 por ciento del capital. También, en El Corte Inglés y Mercadona, entre otras empresas de distribución, la participación de las familias fundadoras es muy importante (*Fuente: Informes Anuales de Gestión y “Líderes del Comercio España 1993/94”, Management Horizons Europe*).

grandes empresas extranjeras de distribución comercial, al igual que ocurre en gran parte de las empresas españolas, pertenece frecuentemente a familias¹¹³.

Otro rasgo característico en la estructura de la propiedad de las empresas de distribución comercial, es la frecuente participación minoritaria de entidades financieras¹¹⁴ y el control por otras empresas nacionales que habitualmente también son de distribución comercial¹¹⁵. Estos hechos, previsiblemente, significarán un notable grado de vigilancia de los accionistas sobre los directivos.

Los grupos financieros que participan en el capital de estas empresas, se encuentran con un mercado potencial muy importante para ofrecer otro tipo de servicios bancarios (entidades como el Banco Popular han creado departamentos específicos para la gestión de las tarjetas de pago y crédito de algunas empresas de distribución comercial). Por ello, también proliferan los acuerdos de colaboración entre

¹¹² En la mayoría de los casos se trata de empresas francesas. Carrefour, B.V. posee un 63,8 por ciento del capital de Centros Comerciales Pryca, S.A.; Promodès un 73,5 por ciento del Grupo Continente y Auchan el 100 por ciento de Alcampo, S.A. (Fuente: Informes Anuales de Gestión y "Líderes del Comercio España 1993/94", *Management Horizons Europe*). El grupo portugués Pan de Azúcar posee el 100 por ciento de los hipermercados Jumbo y la cadena de supermercados Expresso (Fuente: *Cinco Días*, 1/12/1995). Por su parte, los centros comerciales españoles al generar una rentabilidad superior a los franceses e ingleses, están en el punto de mira de los inversores extranjeros, principalmente los holandeses (por ejemplo, el fondo de inversiones inmobiliarias Rodamco; el grupo Forum o el banco holandés ING) (Fuente: *Expansión*, 27/11/1995).

¹¹³ En este sentido, la segunda familia más rica de Francia, la familia Mulliez, con un patrimonio valorado en 22.000 millones de francos, posee el control del *holding* Auchan, al que pertenecen Alcampo, y la empresa de distribución especializada Leroy Merlin (L&M). La familia Defforey, tercer patrimonio multimillonario francés (11.800 millones de francos) controla parte de Carrefour, a la que pertenece Pryca. La cuarta fortuna francesa, la de los Bouriez, también es avalada por el sector de la distribución comercial (Fuente: *Le Nouvel Economiste*, 5/10/1995).

¹¹⁴ De este modo, Corporación Financiera Alba, S.A. posee un 10,01 por ciento de Centros Comerciales Pryca, S.A.; el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) un 7,1 por ciento del Grupo Continente -tras vender un 3 por ciento en diciembre de 1995 para adquirir una mayor participación en la matriz Promodès-, una participación en DIA, S.A. y otra en el Grupo Eroski a través de Erosmer, S.A. En Eroski también participan el Banco de Crédito Agrícola (del Grupo Argentaria) en un 10,58 por ciento, la Caja Bilbao Vizcaya Kutxa (BBK) en un 10,75 por ciento y la Caja de Guipúzcoa (Kutxa) en un 4,22 por ciento (Fuente: Informes Anuales de Gestión; "Líderes del Comercio España 1993/94", *Management Horizons Europe* y "En el blanco de la calidad", *Ausbanc*, mayo 1995). La Caja de Cataluña participa en el 50 por ciento de la sociedad de distribución comercial Barnasud, S.A., filial de Autoservicios Caprabo (Fuente: *Informe anual de Caixa de Catalunya*, 1994).

¹¹⁵ Así, entre otros casos, Jobac es controlada por Erosmer del Grupo Eroski en un 70 por cien y por Mercasa en un 30 por cien; Sagara, S.A.-Hipo por Unigro en un 55 por cien y Mercadona controla Cesta Distribución, S.A. y Grand Unión-Superettes.

las empresas de este sector y las entidades financieras, especialmente sobre la gestión de tarjetas de crédito y sobre la comercialización de determinados productos bancarios en los establecimientos comerciales (véase los ejemplos de la nota 49 de “1.3. Estrategias competitivas y corporativas”).

Hemos realizado una asignación de las empresas de distribución comercial a las diferentes clases de control, teniendo en cuenta la proporción de acciones poseídas por cada uno de los colectivos identificados -“familia”, “entidades financieras”, “empresas nacionales” y “empresas extranjeras”-. Cada empresa se ha asignado a la clase correspondiente al colectivo con una mayor proporción de acciones sobre el total (véase cuadro 1.14.).

MUESTRA: 70 EMPRESAS DE DISTRIBUCION COMERCIAL (marzo de 1994)				
CONTROL FAMILIAR	CONTROL NO FAMILIAR (44 empresas)			
Control efectivo: 26	Entidades Financieras	Empresas Nacionales	Empresas Extranjeras	Cooperat. y Emp. con accionariado disperso
	C. efectivo: 1	C. efectivo: 10 C. difuso: 1	C. efectivo: 25 C. difuso: 1	C. difuso: 5 Coop. 1 Emp.

Cuadro 1.14.: Tipos y clases de control de la empresa española de distribución comercial.

Fuente: Directorio de accionistas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informes Anuales de Gestión, Alimarket y elaboración propia.

En conclusión, los grupos de control más importantes son el de las “empresas familiares”, estando todas ellas bajo control “efectivo”, y el de “empresas extranjeras”, en el que también domina el tipo de control “efectivo” sobre el “difuso”. El siguiente grupo de control en importancia es el de las “empresas nacionales”, que utilizan en mayor medida el control “efectivo” sobre el control “difuso”. Las “entidades financieras” aparecen con más frecuencia con participaciones minoritarias.

Galve y Salas (1993) demostraron que las empresas españolas familiares son más eficientes que las no familiares, si bien esta mayor eficiencia no se traducía enteramente en mayores resultados económicos y financieros, porque el interés por mantener el control familiar obligaba a estas empresas a elegir un tamaño inferior al que maximizaría su rentabilidad¹¹⁶. Sin embargo, las empresas del sector de la distribución comercial solventan este inconveniente del tamaño óptimo formando centrales de compras (véase Anexo 1.11: Accionistas y directivos de las centrales de compras).

En la parte empírica de este trabajo trataremos de determinar la posible interrelación entre el tipo y la clase de control de la empresa española de distribución comercial que acabamos de describir, y las decisiones financieras y actividad financiera que desarrolla.

¹¹⁶ Galve y Salas (1993) demuestran empíricamente que las empresas españolas familiares tienen una menor dimensión que las no familiares. Sin embargo, en el sector de la distribución comercial existen claras excepciones, como por ejemplo, El Corte Inglés o Cortefiel.

1.4. ESTRATEGIAS COMPETITIVAS Y CORPORATIVAS.

Teniendo presente las relaciones circulares o de retroalimentación en el modelo central de la Economía Industrial: E-C-R, vemos la necesidad de estudiar las actuaciones (o estrategias) de las empresas de distribución comercial, para poder caracterizar el sector objeto de estudio, y a su vez, explicar la creciente actividad financiera que desarrollan. El entorno no es un dato que le viene dado a la empresa, como se consideraba en el planteamiento neoclásico de la Economía de la Empresa¹¹⁷, sino que ésta puede modificar las condiciones del entorno. La dirección responde activamente buscando entornos favorables. La organización interna es muy importante, ya que por un lado es clave para el diseño de la estrategia empresarial, y por otro, es una respuesta al entorno y a las estrategias.

La estrategia de una empresa consiste en elegir la actividad de la misma, esto es, los negocios que va a desarrollar y en qué mercados; y cómo va a competir en esos mercados. El primer aspecto: la elección del ámbito de actuación de la empresa, se refiere a la estrategia corporativa o global de la empresa ¹¹⁸. En tanto que la forma de competir en un mercado se define a través de las estrategias de negocio, distinguiéndose básicamente dos estrategias competitivas, cada una de las cuales busca la consecución y mantenimiento de una de las dos ventajas competitivas básicas (Grant, 1991; Porter, 1982) ¹¹⁹: liderazgo en costes ¹²⁰ o diferenciación ¹²¹.

¹¹⁷ Este planteamiento vincula la empresa con el entorno, por lo que se trata de una Teoría de mercados, no de la "empresa", que busca el equilibrio general y no se preocupa por el equilibrio en el interior de la empresa, que no considera la organización interna ni el empresario y que supone información perfecta, ausencia de costes de transacción y racionalidad económica. Para este planteamiento la empresa es una "caja negra" que responde pasivamente a las señales del mercado con el único objetivo de maximizar el beneficio.

¹¹⁸ La definición básica del campo de actividad de la empresa puede hacerse a partir del modelo de Abell (1980), definiendo las tres dimensiones siguientes: las funciones de los clientes que se cubren, los grupos de clientes a los que se sirve y las tecnologías utilizadas para hacerlo.

¹¹⁹ Grant (1991: 143-199) analiza con detalle las fuentes de las dos ventajas competitivas básicas, es decir, trata los factores determinantes de las estrategias de liderazgo en costes y de diferenciación. Es interesante el análisis de Kerin *et al.* (1992), referente a las ventajas competitivas en costes y diferenciación que pueden explotar los pioneros en un sector industrial.

Estas ventajas competitivas pueden conseguirse en el ámbito de todo un sector o en una parte específica del mismo o segmento de mercado. La combinación de la ventaja competitiva a alcanzar con el ámbito competitivo para el que se desea conseguir dicha ventaja, conduce a la definición de las estrategias competitivas genéricas. En el sector de la distribución comercial, los diversos grupos estratégicos siguen las siguientes estrategias competitivas (gráfico 1.7.):

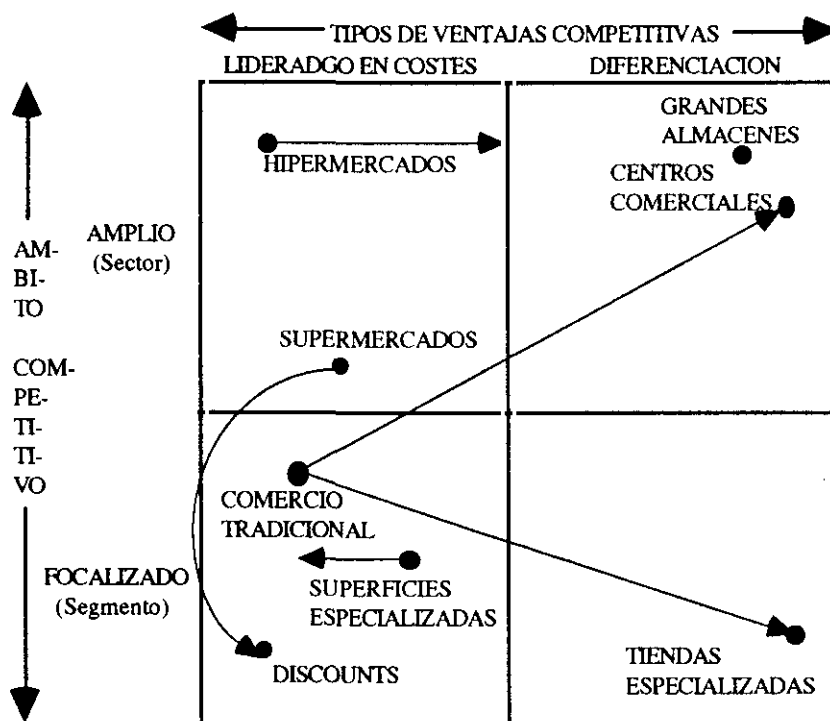


Gráfico 1.7.: Estrategias competitivas genéricas de los grupos de distribución comercial. Tendencias de futuro.

Fuente: Adaptado de Porter (1982) y Coopers & Lybrand, 1994.

calidad aceptable y una política de precios que permitan alcanzar un volumen de ventas y un crecimiento de la cuota de mercado rentables". Day y Montgomery (1983) estudian las curvas de experiencia como fuentes de ventajas en costes, mientras que Buzzell y Gale (1987) se centran en las economías de escala, encontrando una regresión estadísticamente significativa entre cuota de mercado y rentabilidad.

¹²¹ Una empresa se diferencia en el mercado cuando ofrece un producto o servicio que el comprador percibe como único en alguno de los atributos que lo definen. Los factores determinantes de ventajas competitivas en diferenciación son, entre otros, la gestión del tiempo y la relación con los proveedores (Stalk, 1989; Stalk y Hout, 1991; Stalk *et al.*, 1992), la calidad (Juran, 1993), las habilidades y competencias distintivas (Aaker, 1989; Prahalad y Hamel, 1990 y 1991; Womack *et al.*, 1992) y las innovaciones y conocimientos tecnológicos (Teece, 1990).

Las estrategias que actualmente están llevando a cabo los distintos grupos estratégicos de la distribución comercial -grandes almacenes, hipermercados, grandes superficies especializadas, supermercados, tiendas especializadas, o las nuevas fórmulas de venta como las franquicias o “discounts”- son totalmente diferentes y no todas se agreden competitivamente. Estas estrategias buscan la relación entre ámbitos competitivos amplios (extensa gama de productos) o más estrechos (orientación a una gama concreta de productos) y entre posicionamientos frente al mercado en precios bajos o en el ofrecimiento de mayores ventajas añadidas que permitan aumentar los precios.

Establecidas las estrategias competitivas de cada uno de los grupos estratégicos del sector, nos centraremos en el análisis de aquellas estrategias corporativas desarrolladas por las grandes empresas españolas de distribución comercial ¹²², que tienen una mayor trascendencia para el objetivo de nuestra investigación. La elección de las grandes empresas, esto es, las de mayor volumen de facturación, se justifica por considerar que es en estas empresas donde tiene un mayor peso la diversificación hacia la actividad financiera. Al tener un elevado nivel de ventas, es decir, una gran dimensión, pueden prestar un mayor número de servicios financieros a sus clientes, generando ese negocio financiero. Sin embargo, las pequeñas empresas no tienen posibilidad de desarrollar un verdadero negocio financiero por su reducida dimensión.

Las grandes empresas del sector en España -véase el “ranking” del Anexo 1.3- coinciden básicamente con los grandes almacenes y los hipermercados (posicionados ambos grupos estratégicos en un ámbito competitivo amplio).

¹²² Empresas que pertenecen a la Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED).

Aunque el hipermercado presenta algunas diferencias claras respecto al gran almacén o “almacén especializado por secciones y departamentos”¹²³, tienden a coincidir en algunas de sus actuaciones. Los grandes almacenes llevan a cabo una estrategia de diferenciación mediante una atención individualizada al cliente, una oferta selecta de artículos, un servicio pre-venta y post-venta y una serie de accesorios o “complementos” al servicio principal: la venta; como son, entre otros, la tarjeta de compra, el sistema de venta a crédito, la entrega a domicilio, el sistema de telecompra y el aparcamiento gratuito. Sin embargo, esta estrategia, propia de los grandes almacenes, deja de ser exclusiva de este grupo. La ampliación de gama de productos¹²⁴ y la vuelta al servicio es hoy una necesidad y también una estrategia competitiva, dado que el precio no es ya el único factor de satisfacción para el consumidor. Por ello, los hipermercados empiezan a ofrecer un mayor servicio, como por ejemplo, las tarjetas de pago y/o crédito privadas que ofrecen a sus clientes o los servicios infantiles para facilitar las compras de aquellos¹²⁵, rompiendo de este modo la relación convencional y lógica de sustitución entre diferenciación y costes (Hill, 1988; Hall, 1980; White, 1986).

¹²³ Diferencias principales y originarias entre ambos grupos estratégicos (Bueno, 1993):

	Hipermercado	Gran Almacén
Gama de productos:	Alimentación. Artículos para el hogar. Vestido y calzado.	Amplia y especializada.
Servicios prestados:	Horario amplio. Concentración de compras. Rapidez de compras. Aparcamiento amplio.	Además servicios diversos en el propio centro y en el hogar.
Forma de venta:	Autoservicio.	Principalmente a través de mostrador y con personal especializado.
Disposición:	Horizontal.	Vertical.
Estructura de costes:	Poco intensivo en trabajo y capital físico.	Relativamente intensivo en trabajo y capital físico.
Localización:	Periferia de las ciudades y cerca de vías de gran circulación.	Dentro de la ciudad.

¹²⁴ Un estudio realizado por la consultora Bossard Consultants para el Ministerio de Industria y Comercio francés, sobre la tendencia en la distribución de muebles en el mercado galo, mostró la creciente importancia de los hipermercados en la distribución de estos bienes (Fuente: Cinco Días, 26/9/1995).

¹²⁵ Algunos ejemplos son las guarderías a la entrada del centro, carros de compra con sillas portabebés o con cunas incorporados, probadores para niños, carritos infantiles y cambiadores de bebé en los lavabos de señora. Tales servicios han sido incorporados por los hipermercados Continente, Pryca, Alcampo y Jumbo, en línea con los más importantes centros comerciales europeos (Fuente: El País, 13/8/1995).

convencional y lógica de sustitución entre diferenciación y costes (Hill, 1988; Hall, 1980; White, 1986).

1.4.1. Estrategias corporativas

Una empresa puede seguir diversas direcciones alternativas para su desarrollo o crecimiento (Ansoff, 1976: 144-48; Johnson y Scholes, 1993: 170-72). En primer lugar, mediante una estrategia de expansión, consolidando su posición en los mercados que tradicionalmente cubre con sus productos actuales a través de una “penetración en el mercado”, desarrollando nuevos productos en los mercados actuales o introduciendo sus productos tradicionales en nuevos mercados (esto es, “desarrollo de mercados”). Y en segundo lugar, puede optar por crecer mediante una estrategia de diversificación, añadiendo simultáneamente nuevos productos y nuevos mercados a los ya existentes -gráfico 1. 8-.

1. Desarrollos relacionados

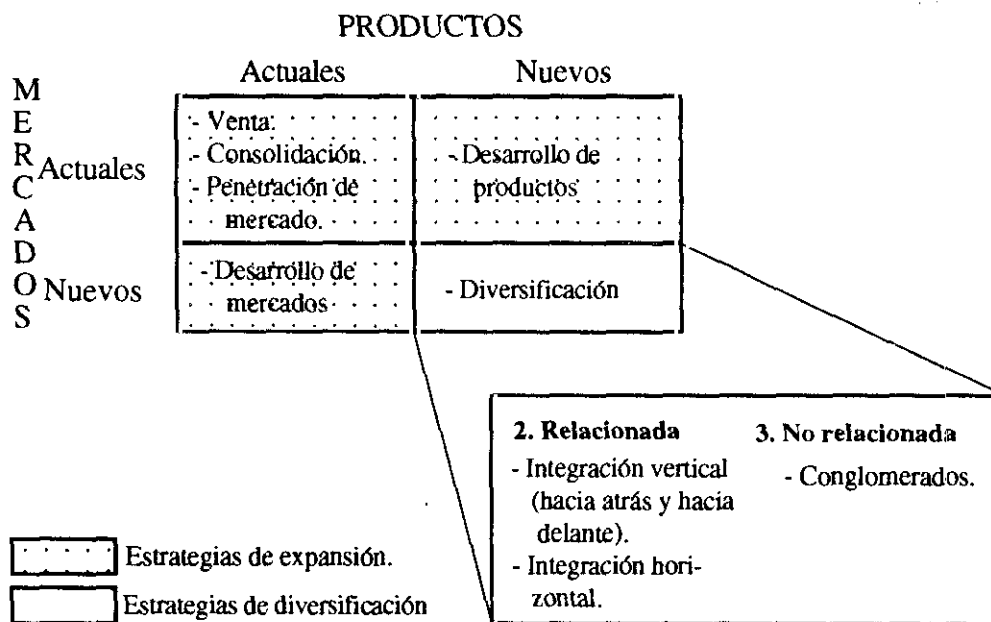


Gráfico 1.8.: Direcciones alternativas para el desarrollo.

Fuente: Adaptado de Ansoff (1976: 144 y 148) y Johnson y Scholes (1993: 172)

Una vez que la empresa ha decidido qué dirección va a seguir en su desarrollo, debe plantearse cómo va a crecer, es decir, qué método o forma de crecimiento va a emplear (Penrose, 1959). Las opciones básicas son el crecimiento interno o “natural” mediante la inversión en el seno de la empresa, el crecimiento externo basado en fusiones y adquisiciones¹²⁶ y los acuerdos de cooperación y alianzas como formas intermedias entre mercados y jerarquías (Williamson, 1985)¹²⁷.

A continuación se tratarán en primer lugar las estrategias de expansión y diversificación desarrolladas por las grandes empresas de distribución comercial, es decir, sus estrategias de crecimiento; para después pasar a analizar las formas de desarrollo más comunes en el sector.

1.4.1.1. Estrategias de expansión.

Las estrategias de expansión son aquellas que se dirigen hacia el desarrollo de los productos y mercados tradicionales en la empresa. Por tanto, se trata de un crecimiento en una misma línea, manteniendo una estrecha relación con la situación actual de la empresa.

Las grandes empresas de distribución comercial, fundamentalmente los hipermercados, llevan a cabo estas políticas, aumentando su cuota de mercado -véanse Anexos 1.1, 1.2 y 1.3-, ampliando su oferta en términos de producto/servicio y a través de una expansión geográfica.

¹²⁶ Las causas de las fusiones y adquisiciones, el estudio de su eficiencia, así como la explicación de las claves del éxito de algunas de ellas han sido ampliamente tratadas por Shleifer y Vishny, 1991; Ocaña y Peña, 1992; Healy *et al.*, 1992; Kaplan y Weisbach, 1992 y Vázquez, 1993, entre otros.

¹²⁷ Dentro de las formas posibles de organizar las transacciones, Child (1987), entre los dos extremos -jerarquía integrada y redes puntuales, según su terminología-, distingue la semi-jerarquía, la co-contratación, la contratación coordinada o “cuasi-empresa” y los enlaces de ingresos coordinados. Estas formas intermedias, así como sus ventajas e inconvenientes se estudian detalladamente en Porter y Fuller (1988), Blois (1971), Lei y Slocum (1992), Newman, (1992), Fernández, E. (1993), Badaracco (1993) y Casani (1993), entre otros.

El número de establecimientos en estas empresas se ha incrementado notablemente en los últimos años¹²⁸, presentando actualmente ambiciosos planes de inversiones y aperturas para los próximos años¹²⁹. Esta estrategia parece adecuada porque los mercados actuales no están aún saturados; es decir, el desarrollo de las grandes superficies todavía “no ha tocado techo”. Además, estas empresas disponen de recursos materiales, financieros y humanos necesarios para llevar a cabo estas operaciones de expansión.

Estas estrategias de crecimiento no sólo se han aplicado a nivel doméstico, sino también internacional ¹³⁰. Desde hace algunos años se observa un aumento de las inversiones en el extranjero¹³¹. El 75 por ciento de las iniciativas de internacionalización provienen de tres países: Francia, Alemania y Reino Unido. La proporción llega hasta el 90 por ciento si se añaden las empresas holandesas y belgas, que tienen también una larga tradición

¹²⁸ Como lo corroboran los últimos centros abiertos de grandes empresas de distribución comercial: El Corte Inglés (Número de establecimientos en nov. 1995: 13+30, estos últimos procedentes de la desaparecida Galerías), Alcampo (21), Pryca (48), Continente (21), Eroski (26 hiper y 276 super), Hipercor (22), Mercadona (181 super y 7 hiper), Día (1190), Lidl (40), Tengelmann (3) y Jumbo (9). Los hipermercados han registrado un crecimiento espectacular; desde 1984 hasta 1994 el número de hipermercados ha aumentado de 47 a 198, habiéndose realizado la mayor parte de estas aperturas durante los últimos cinco años (FG, 1995). También, empresas pequeñas como la cadena Super Descuento crecen abriendo nuevas tiendas (*Fuente: Cinco Días*, 1/12/1995) o Caprabo que abrirá grandes centros comerciales fuera de Cataluña (*Fuente: Cinco Días*, 13/11/1995).

¹²⁹ Según un estudio elaborado por la firma inmobiliaria Richard Ellis, entre junio de 1994 y junio de 1995 el incremento de superficie destinada a centros comerciales creció un 43 por ciento en Cataluña, muy superior al 15 por ciento de media nacional y sólo superado por Cantabria y Baleares, dos comunidades que partían de un bajo nivel de equipamiento comercial (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 11/10/1995).

¹³⁰ El Corte Inglés entró en el mercado luso, concretamente en Lisboa, a través de un acuerdo con la compañía suiza Noga (*Expansión*, 24/12/94) y en Argentina mediante una alianza con Telefónica (*Expansión*, 8/4/95). España suele dirigir sus inversiones a Portugal, Italia y algunos países sudamericanos, que ofrecen mercados aún no saturados. Cortefiel crece en Francia con la compra de la empresa en suspensión de pagos Old River; estando ya presente en Portugal, Francia, Alemania, Austria y Suiza (*Expansión*, 14/2/95; *Actualidad Económica*, 4/1/1995). El grupo textil gallego Inditex propietario de Zara refuerza su presencia en México con 13 nuevas tiendas, estando también presente en Estados Unidos y Francia (posee 78 sus puntos de venta fuera de España) (*El País*, 5/3/95).

¹³¹ En algunos grupos las actividades internacionales pueden llegar a ser el 70 por ciento del volumen de negocio (por ejemplo, Delhaize Le Lion e Ikea).

internacional. El destino de las inversiones muestra tendencias muy claras según la nacionalidad de las empresas:

- La expansión de las empresas francesas se dirige fundamentalmente a la Europa del Sur (por ejemplo, las empresas Auchan, Promodés y Carrefour en España, Portugal y Grecia).

- Los grupos alemanes se hallan presentes, fundamentalmente, en los EE.UU. (por ejemplo, el grupo Tengelmann), Escandinavia y Austria, aunque también en el Reino Unido, Francia e Italia (los grupos Aldi y Metro). Son los primeros en Europa del Este (por ejemplo, Quelle) y pretenden estar presentes en Portugal, Hungría y los países bálticos e incrementar cada vez más su presencia en Rusia, Ucrania y los Estados de la Comunidad de Estados Independientes.

- Las sociedades británicas invierten fundamentalmente en Irlanda, EE.UU. (por ejemplo, Marks & Spencer) y España. La implantación en EE.UU. es también uno de los objetivos de las empresas holandesas y belgas.

- Las actividades internacionales de las grandes sociedades italianas y españolas prácticamente se limitan, por el momento, a una participación en grupos de compras creados recientemente por las principales sociedades de comercio europeo. El objetivo de estas centrales de compras se basa en aumentar el poder de negociación de los miembros frente a los grandes fabricantes europeos y mundiales y controlar los costes de compras, logísticos y administrativos a nivel internacional.

La inversión española directa en el exterior ha sido tradicionalmente reducida, mostrando el escaso grado de internacionalización de la empresa española en comparación con otros países. La evolución de este tipo de inversiones desde el año 1982 hasta 1993 ha sido muy positiva, lo cual ha permitido mejorar la cuota de participación española en el conjunto de inversiones directas en el exterior realizadas por los países de la OCDE -al pasar del 0,8 por ciento en el cuatrienio 1982-1985, al 1,4 por ciento del total en el

período 1990-1993. Sin embargo, en estos últimos cuatro años, la cifra española es la octava parte de la realizada por Francia, Alemania o el Reino Unido, y algo menos de la tercera parte de la realizada por Italia¹³².

Por otro lado, en España la actividad inversora en el exterior se concentra en un número relativamente reducido de empresas. Así, en 1993, 52 empresas concentraron el 80 por ciento de la cifra total de proyectos en el exterior verificados o autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda. Es relevante la distribución sectorial de la inversión española directa en el exterior; en el período acumulado 1988-1993 se observa que casi el 42 por ciento de las operaciones se han realizado en el sector servicios, el 22 por ciento en sectores industriales, y el 2,3 por ciento en el sector primario y en la rama de producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua. El restante 32 por ciento se ha realizado en "holdings" y otros servicios. Por tanto, se produce un elevado grado de internacionalización en el sector servicios -fundamentalmente, de las instituciones financieras y de seguros-. Sin embargo, dentro de dicho sector, las inversiones en actividades de comercialización han sido reducidas (5,4 por ciento del total)¹³³.

La estrategia de internacionalización media de la empresa española se ha instrumentado básicamente a través de la adquisición de sociedades extranjeras (31,5 por ciento del valor total de proyectos en los últimos seis años), ya que los procesos de fusiones y adquisiciones permiten, en general, una implantación más accesible y una penetración en los mercados locales. También han sido

¹³² Morán Reyero, P. (1995): "La inversión directa española en el exterior", *Boletín Económico Banco de España*, pp. 11-16.

¹³³ El Corte Inglés se ha internacionalizado a Portugal recientemente, mientras que el grupo español Zara en 1989 entró en Francia, Portugal y Estados Unidos; en 1992 en México y Grecia, y en 1994 en Bélgica (*Fuente: Expansión*, 18/5/1995). La expansión internacional de Springfield (del Grupo Cortefiel) se ha dirigido inicialmente a Portugal y Alemania. Posteriormente, ha establecido acuerdos con otras empresas para introducirse en otros países: una *joint venture* con el grupo suizo Golbus para entrar en Alemania, Suiza y Austria, y una adquisición de activos de la sociedad francesa que explotaba la marca Old River en Portugal, Italia, Bélgica, Suiza, México y Alemania (*Fuentes: Futuro*, octubre 1995: 32-37; *Expansión*, 24/11/1995). Recientemente, su filial de lencería Women's Secret ha iniciado su expansión en Portugal y Francia, con 20 y 50 tiendas respectivamente -en este último país mediante una *joint venture* con varios socios locales- (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 7/11/1995; *El País*, 17/12/1995).

importantes los proyectos dirigidos a ampliaciones de capital en empresas ya participadas anteriormente (41,3 por ciento), para consolidar la presencia de la empresa española en aquellos países en los que se había realizado una inversión previa. Las constituciones de nuevas sociedades o establecimientos han representado una cuota del 14,8 por ciento, mientras que los préstamos en el exterior ascendieron al 12,4 por ciento del total de la inversión española en el exterior¹³⁴.

Las grandes empresas de distribución comercial, mediante sus estrategias de expansión, logran incrementar su cuota de mercado generando importantes economías de escala, de las que pueden derivar ventajas competitivas en costes (Porter, 1982). A su vez, esa mayor cuota les permite ostentar un mayor poder de mercado frente a las medianas y pequeñas empresas. Su posición frente a sus proveedores nacionales y multinacionales también mejora; pueden imponerles más fácilmente sus condiciones en las negociaciones.

1.4.1.2. Estrategias de diversificación.

La diversificación empresarial, esto es, las decisiones tendentes a ampliar y/o hacer más variado el ámbito de actuación de la empresa, es uno de los aspectos de la estrategia corporativa que ha cobrado mayor interés en la investigación económica en los últimos cincuenta años, a raíz de la generalización de este tipo de estrategias por parte de las empresas.

En el estudio de las razones justificativas de las estrategias de diversificación, así como de su posible relación con los resultados empresariales es necesario diferenciar los distintos casos según el “grado de diversificación” -se refiere al número de negocios distintos que incluye la empresa-, y según el “grado de similitud” existente entre los negocios; así la empresa puede diversificarse en negocios similares o cercanos a los actuales (diversificación

¹³⁴ Por otro lado, la inversión española en el exterior ha estado condicionada por las diferencias en los tipos de cambio. En este sentido, la depreciación de la peseta frente a su paridad central con el marco alemán, durante los últimos años (-3,56 y -5,97 a diciembre de 1993 y 1994 respectivamente, Banco de España, *Boletín Estadístico*, 1995) ha incidido negativamente en este tipo de inversiones.

relacionada) o, por el contrario, en negocios totalmente distintos y sin relación alguna entre sí (diversificación no relacionada o conglomerados)¹³⁵.

Ambos tipos de diversificación se deben estudiar de forma separada, ya que responden a razones bien distintas. La diversificación de tipo no relacionado es una estrategia mucho más arriesgada, que se justifica por **motivos** principalmente **financieros**:

- Busca una asignación de los recursos financieros de una forma más eficiente que el mercado de capitales (Williamson, 1975, 1985), mediante la corrección de las imperfecciones de mercado¹³⁶, creando unos “mercados de capitales internos” que eviten los costes de transacción propios del mercado¹³⁷. Además, la sede central asegura un control de los comportamientos oportunistas de los directivos de cada una de las divisiones más eficaz que el ejercido por el Consejo de Administración sobre el directivo de una empresa especializada (Lauenstein, 1985)¹³⁸.

¹³⁵ Rumelt (1974) distingue tres tipos de relación o de similitudes que pueden darse entre los negocios: 1) Relaciones de mercado, cuando las unidades de negocio atienden a los mismos o similares mercados o utilizan los mismos o similares canales de distribución; 2) Relaciones productivas, cuando las unidades de negocio comparten similares tecnologías productivas o similares materias primas en su proceso productivo; y 3) Relaciones de I+D, que se producen cuando las unidades de negocio comparten los resultados del proceso de I+D de la empresa.

¹³⁶ Suponiendo la hipótesis “semifuerte” de eficiencia de los mercados de capitales, es decir, el mercado no incorpora toda la información existente, sino sólo la contenida en la serie histórica de cotizaciones y la de carácter público (Brealey y Myers, 1993: 353), es posible que los directivos tengan información privada o restringida. Estas asimetrías informativas generan *ineficiencias en el mercado*.

¹³⁷ Coase (1937) los define como los costes que originan la identificación de los precios relevantes y la negociación y conclusión de los contratos. Williamson (1979) precisa la definición señalando que los costes de transacción son el valor de los recursos consumidos en la identificación y contacto de las partes que intervienen en la transacción -*Costes de información*-, la redacción de las cláusulas y condiciones del contrato -*Costes de negociación*- y asegurar el cumplimiento de lo acordado o protegerse de las consecuencias negativas del incumplimiento -*Costes de garantía*-. Estos últimos aumentan notablemente cuando existen asimetrías informativas.

¹³⁸ Sin embargo, para que este mecanismo del “accionista exigente” sea efectivo, es necesario que la estructura divisional esté diseñada como M-Form según el estilo de gestión propuesto por Williamson, según el cual, la sede central se encarga de la asignación de recursos financieros guiándose por estrictos criterios de rentabilidad, estableciendo un fuerte control

- También buscan una disminución del riesgo conjunto de la empresa. Ha sido desarrollado básicamente en el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), al establecer, bajo hipótesis de mercados de capitales perfectos, que el riesgo total de una cartera de valores bien diversificada es menor que la suma del riesgo de cada uno de los valores por separado (Lubatkin y O'Neill, 1987). Sin embargo, la diversificación de valores no permite eliminar todas las fuentes de variabilidad existentes; con la diversificación tan sólo se elimina el riesgo "no sistemático" -riesgo específico a cada empresa, fruto de factores que afectan sólo a esa empresa-, y no el riesgo "sistemático" -derivado de aquellos factores del entorno que afectan a todos los valores por igual- (Levy y Sarnat, 1970; Barton, 1988; Grant, 1991). Según el modelo CAPM, puede suponerse que cuando una empresa se diversifica hacia nuevos negocios, compensará el riesgo "no-sistemático" de su negocio actual -es decir, reducirá el riesgo total- siempre que las nuevas actividades estén poco o negativamente correlacionadas con las actuales (Chang y Thomas, 1989), y dicha reducción será mayor cuanto mayor sea el grado de diversificación en cuanto al número de nuevas actividades¹³⁹.

- Puede conseguirse un abaratamiento de costes de financiación, al obtener economías de escala en la financiación -por ejemplo, se pueden reducir los costes medios de emisión de nuevos títulos-, al aumentar la capacidad de endeudamiento si se adquiere una empresa menos apalancada.

financiero y un sistema de incentivos adecuado para los directivos. Es decir, que la empresa se convierta en un "pequeño mercado interno de capitales".

¹³⁹ Este argumento ha sido criticado en primer lugar, porque los resultados de la diversificación empresarial no son los mismos que los de la financiera, ya que el inversor individual no participa en la gestión de las empresas en las que invierte mientras que los directivos de la empresa diversificada sí lo hacen, por lo que a nivel corporativo el riesgo "no sistemático" de la empresa no tiene porqué depender únicamente del número de negocios y de la correlación entre ellos, porque el directivo puede alterar con su gestión el riesgo de los negocios en que se diversifica, haciendo que dicho riesgo no disminuya mediante la diversificación (Weston *et al.*, 1972; Lubatkin y O'Neill, 1987). Y en segundo lugar, la diversificación no puede reducir el riesgo "sistemático", lo cual no crea valor para accionistas, siendo éste el objetivo último que toda empresa persigue. Sólo en algunos casos la diversificación puramente financiera podría crear valor para los accionistas dependiendo de las imperfecciones del mercado de capitales y del talento del equipo directivo.

- Conseguir unos *cash flow* más estables mediante la solidaridad financiera del grupo (Lewellen, 1971; Higgins y Schall, 1975; Galai y Masulis, 1976), esto es, si alguna unidad de negocio está amenazada de quiebra, las demás pueden sostenerla financieramente y garantizar la devolución de la deuda.

- Mayor estabilidad en la autofinanciación, ya que al elevarse los recursos propios de la empresa diversificada se incrementa su solvencia financiera.

Por su parte, la diversificación de tipo relacionado se centra en el mercado de factores, justificándose por la suposición de que la oficina central de la empresa es más eficiente que el mercado de factores en la asignación de recursos. Cualquier decisión empresarial sobre la internalización o externalización de una actividad determinada debe tomarse comparando los costes que implica su realización en el interior de la empresa o a través del mercado.

Nos basamos en la **Teoría económica de los Costes de Transacción** (Coase, 1937; Williamson, 1975)¹⁴⁰ para explicar por qué las empresas amplían su campo de actividad desarrollando nuevos negocios. Considera la transacción como unidad básica de análisis, siendo los costes de efectuar transacciones en el mercado la causa de que existan organizaciones que sustituyan de forma eficiente al mercado y los que explican a su vez los límites de las empresas: “el proceso de internalización de transacciones en la empresa se detendrá cuando el coste de la transacción marginal sea idéntico para la empresa y el mercado” (Coase, 1937: 395).

De este modo, se decide qué transacciones serán interiorizadas y gobernadas mediante el uso de la jerarquía (autoridad) y qué transacciones serán

¹⁴⁰ Como se mencionó anteriormente, tiene su origen en Coase (“La Naturaleza de la Empresa”, 1937, donde analiza por qué surge la empresa), siendo más tarde desarrollada y formalizada por Williamson (1979), que aporta algunas de las razones que justifican la aparición de los costes de transacción, como son la racionalidad limitada y el comportamiento oportunista derivado de las asimetrías informativas (imperfecciones en el mercado).

gobernadas por el mercado (precios), con base en el análisis comparado entre los costes que suponen ambos mecanismos extremos de organizar la producción: por un lado, en la empresa básicamente existen costes de coordinación de tareas, de motivar a los trabajadores, de supervisión de su esfuerzo y resultados y de evitar que éstos persigan sus propios intereses y no los del conjunto de la organización cuando se ha delegado autoridad para llevar a cabo tareas (costes de agencia¹⁴¹), y por otro lado, los costes de transacción propios del mercado. Si estos últimos son más elevados, resulta más eficiente integrar el nuevo negocio dentro de la empresa a través de un proceso diversificador, que acudir al mercado (Teece, 1982).

La diversificación de la empresa queda realmente justificada si el proceso implica la transferencia de algún tipo de activo o recurso específico (*hold up*) o idiosincrásico¹⁴² a nuevos negocios; dado que el volumen de costes de transacción asociados a una transacción será mayor cuando existan activos o recursos específicos (Wernerfelt y Montgomery, 1988).

Sin embargo, estas razones justificativas de la diversificación son criticables porque, en primer lugar, la sede central de la estructura multidivisional¹⁴³ añade una serie de gastos generales a las unidades que no tendrían que soportar si fuesen empresas independientes (Faulí-Oller y Giralt, 1995), y en segundo lugar, la estructura divisional puede incidir en la pérdida de capacidad de adaptación estratégica de cada uno de los negocios (Mintzberg, 1984), porque la alta dirección no tiene conocimientos operativos sobre las divisiones y por ello puede imponer determinadas estrategias a los negocios que no sean las más adecuadas.

¹⁴¹ Jensen y Meckling (1976).

¹⁴² Son aquellos cuyo valor en otros usos alternativos disminuye, por lo que tienen un mayor valor dentro de la empresa que en el mercado (Milgrom y Roberts, 1993). Por ejemplo, saber hacer de los recursos humanos, capacidades directivas, rutinas organizativas, etc.

¹⁴³ Estructura necesaria para implantar la estrategia de diversificación (Chandler, 1977).

Más recientemente, Rotemberg y Saloner (1994) han planteado un modelo original, que trata de explicar las estrategias de diversificación, basado en los problemas de incentivos que se dan entre la dirección de una empresa con dos divisiones y los directivos de estas dos divisiones. Basándose en el problema de los incentivos, analizan cuáles son los costes y beneficios de una diversificación de actividades, y por tanto, en qué condiciones una diversificación puede resultar beneficiosa.

La Economía Industrial justifica las estrategias de diversificación empresarial basándose en el **incremento del poder de mercado**¹⁴⁴ (Farrell y Shapiro, 1990; Ziss, 1995). Participar en más de un negocio permite a las empresas aumentar su poder de mercado en ellos, esto es, su capacidad para controlar el precio, la cantidad o los atributos de los productos vendidos y, por tanto, para generar beneficios extraordinarios. Así, la empresa diversificada puede emprender acciones anticompetitivas frente a las empresas especializadas eliminándolas del mercado¹⁴⁵, aumentando, por tanto, la concentración empresarial y elevando barreras de entrada que disuadan a potenciales entrantes. La empresa busca además adquirir cierto control socio-político para influir en el entorno. Sin embargo, en una economía cada vez más globalizada en donde los mercados nacionales se amplían, se convierten en mundiales e interdependientes, el argumento del poder de mercado sólo tendrá sentido para las grandes empresas multinacionales que compiten a escala mundial.

¹⁴⁴ Si bien, dado que es una teoría sobre la estructura de los mercados y la rentabilidad del sector y no una teoría sobre la empresa y sus resultados, no aporta una justificación sostenible a la existencia de empresas diversificadas, ni proporciona el marco teórico adecuado para analizar la estrategia corporativa de la empresa y, dentro de ella, la estrategia de diversificación.

¹⁴⁵ Destacan los siguientes mecanismos “anticompetitivos”: 1) Utilizar el *cash flow* o liquidez que se genera en una actividad para llevar a cabo una política de precios predatorios en otras actividades, es decir emplear subsidios cruzados de tipo predatorio (Grant, 1991). 2) Aumentar su cuota de mercado y beneficios a través de acuerdos de ventas recíprocos con sus clientes/proveedores, que pueden coincidir ya que la empresa diversificada opera en un mayor número de mercados (Grant, 1991). 3) Su tamaño y reputación puede crear o elevar barreras de entrada en el sector (Fernández, Z., 1991). 4) Perder información relevante, ya que los grupos empresariales elaboran y presentan los resultados consolidados (Fernández, Z., 1991).

A partir del análisis empresarial¹⁴⁶, podemos justificar la diversificación, fundamentalmente la relacionada¹⁴⁷, basándonos en la **explotación de sinergias** (Ansoff, 1965; Porter, 1992; Davis *et al.*, 1992), que surgen de la utilización conjunta de las capacidades y recursos de la empresa en dos o más negocios, lo cual eleva el rendimiento conjunto de toda la empresa. Las sinergias pueden ser la base de una ventaja competitiva en los nuevos negocios, en los originales, o en ambos (Grant, 1991)¹⁴⁸. Han sido definidas de forma más precisa por medio de las “economías de alcance”¹⁴⁹, término más restrictivo que se refiere a:

1) La existencia de activos no perfectamente divisibles que pueden ser fácilmente compartidos por varios negocios en una actividad de la cadena de valor de la empresa, aumentando la eficiencia económica¹⁵⁰. El realizar conjuntamente estas actividades permite repartir los costes fijos entre un mayor número de unidades y aumentar la experiencia acumulada entre ellas, obteniendo, de este modo, economías de escala¹⁵¹ y experiencia¹⁵² en las actividades que se comparten.

¹⁴⁶ Los anteriores argumentos se fundamentan en el análisis económico que considera la empresa una “caja negra” que acepta las condiciones del entorno como dados y posee una única función: la de producción (o transformación de unos inputs en outputs). El análisis empresarial (Dirección Estratégica) “destapa” la “caja negra” al considerar que la empresa, mediante sus estrategias, puede cambiar el entorno a su favor y modificar sus resultados.

¹⁴⁷ Las únicas actividades de la cadena de valor que se pueden compartir entre los distintos negocios de una empresa que ha seguido una estrategia de diversificación no relacionada, son algunas de las relativas a la infraestructura -planificación y control, finanzas, servicios legales, etc.-, cuyo potencial para aprovecharse de economías de escala o experiencia es pequeño.

¹⁴⁸ Sin embargo, la explotación de sinergias lleva consigo ciertos costes de coordinación, de compromiso y de inflexibilidad en la empresa para adaptarse al entorno y tener capacidad de reacción estratégica.

¹⁴⁹ Baumol *et al.* (1982) formalizaron este concepto hoy tan difundido.

¹⁵⁰ Los recursos y capacidades tangibles como redes de distribución, servicios post-venta, etc., pueden mejorar la eficiencia en su uso compartiendo su utilización en varios negocios.

¹⁵¹ Las economías de escala surgen cuando disminuye el coste unitario al aumentar el volumen de producción por unidad de tiempo. Arbelo y Pérez (1993) estudian los mecanismos de eficiencia en estructuras productivas multiproducto basados en economías de escala y alcance.

Del mismo modo, la empresa a través de la diversificación puede lograr una ventaja sostenible en diferenciación, al acentuarse el carácter único del producto si los clientes valoran positivamente la posibilidad de recibir un “servicio completo”.

2) La presencia de activos con características de bien público o “cuasipúblico”¹⁵³, que al poder ser transferidos hacia otras actividades sin pérdida de disponibilidad pueden sustentar la diversificación de la empresa mediante la transferencia de conocimientos (tecnológicos, comerciales, u organizativos) y habilidades de los negocios originales a otros nuevos, o la explotación conjunta de dichos activos intangibles entre diferentes líneas de negocio.

La Dirección Estratégica se ha ido beneficiando de decisivas aportaciones del análisis económico (Rumelt et al., 1991) y de la Teoría de la Organización (Barney y Ouchi, 1986), surgiendo recientemente la moderna **Teoría de los recursos y capacidades**¹⁵⁴. Esta Teoría permite explicar por qué la empresa se expande más allá de los negocios originales y cuales son los límites de esa expansión, basándose en que la diversificación es el resultado de la posesión de capacidad sobrante en recursos que tienen múltiples usos y para los cuales existe una imperfección en el mercado (Peteraf, 1993; Collins, 1991; Goold y Campbell, 1987)¹⁵⁵.

¹⁵² El efecto experiencia se refiere a la posibilidad de reducir los costes a través de la simple acumulación de unidades producidas. Por tanto, la diversificación de la empresa hacia nuevos negocios puede implicar la posibilidad de compartir experiencia y lograr una posición de liderazgo en costes (Porter, 1987).

¹⁵³ Como la marca, la reputación, el “saber hacer”, la cultura de la empresa, las rutinas organizativas o las capacidades directivas.

¹⁵⁴ La empresa es considerada como una colección organizada y única de recursos: materiales e intangibles (o más bien, recursos específicos o idiosincrásicos y no específicos) (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984; Grant, 1991; Barney, 1991; Peteraf, 1993).

¹⁵⁵ Para que exista diversificación se deben dar, por tanto, tres condiciones: 1º) Que exista capacidad sobrante de algún recurso. 2º) Que esa capacidad sobrante sea más útil en nuevos negocios que en los actuales, porque los rendimientos de esos recursos en los negocios en que se generaron son menores que en los nuevos. 3º) Que sea más eficiente el que esos

Sin embargo, algunas empresas emprenden un proceso diversificador para cubrir los **objetivos de la dirección**, cuya discrecionalidad puede llevarles a preferir, más que una eficiencia o creación de valor para los propietarios, un crecimiento excesivo de la empresa (Jensen, 1986), asegurando su continuidad (Amihud y Lev, 1981), sus altos cargos y sus elevados salarios¹⁵⁶.

Cuando la empresa lleva a cabo una estrategia de diversificación vertical (Harrigan, 1983), hacia atrás integrando actividades de los proveedores o hacia adelante emprendiendo actividades antes desarrolladas por los clientes, trata de controlar y **garantizar** las fuentes de **aprovisionamiento** y/o los canales de **distribución**.

Son múltiples los trabajos empíricos y teóricos que analizan los efectos de la diversificación sobre los resultados de la empresa¹⁵⁷, si bien las conclusiones sobre el tema siguen siendo confusas (Ramanujan y Vadāradajan, 1989; Hoskisson y Hitt, 1990) y, en algunos casos, contradictorias¹⁵⁸.

recursos vuelvan a ser empleados por la propia empresa, porque la asignación que efectuará la empresa internamente será mejor que la del mercado.

¹⁵⁶ Es ésta una de las manifestaciones posibles del conflicto de agencia entre accionistas ("interesado" o "principal") y directivos ("agente"), que se da cuando existe separación entre propiedad y control, y el accionista o "interesado" no tiene información completa sobre el comportamiento del "agente" o directivo, produciéndose un comportamiento oportunista por parte del mismo (Jensen y Meckling, 1976).

¹⁵⁷ Recientemente, Lang y Stulz (1994) demostraron una relación negativa entre la diversificación y la "ratio" "Q" de Tobin (ésta representa el valor actual de los futuros flujos de caja dividido por el coste de reposición de los activos tangibles); Berger y Ofek (1995) estudiaron el efecto de la diversificación en el valor de la empresa, concluyendo que se produce una pérdida de valor, e igualmente, los resultados del estudio de Comment y Jarrell (1995) revelan que las empresas con estrategias enfocadas o especializadas obtienen rentabilidades superiores a aquellas diversificadas.

¹⁵⁸ Es de interés la revisión de tales trabajos realizada por Suárez González, I. (1993, a: 150-53). La mayoría concluyen que la diversificación relacionada implica unos mejores resultados que la no relacionada, si bien algunos trabajos recientes señalan que dichos mejores resultados se deben a factores de la industria más que al tipo de diversificación seguida, e incluso concluyen que es la diversificación no relacionada la que obtiene mejores resultados. Estos estudios contradictorios reflejan la gran complejidad que el fenómeno encierra. La diversificación relacionada conduce a buenos resultados únicamente si la empresa es capaz de explotar las sinergias posibles, pero ello exige disponer de una estructura organizativa y de un sistema de incentivos acorde, lo cual no es sencillo. Sin embargo, conglomerados capaces de

Grandes empresas de distribución comercial.

Al igual que en otros sectores empresariales, en el sector de la distribución comercial se están produciendo en los últimos años intensos procesos de diversificación; por lo que podría afirmarse que la estrategia de diversificación hacia nuevos negocios es uno de los fenómenos más característicos de la evolución del moderno capitalismo empresarial (Chandler, 1977). La entrada de capital en segmentos de la actividad distributiva como el de los almacenes populares, los hipermercados y los *shopping-center* o galerías comerciales está siendo especialmente significativo, y en cierta medida acelera este proceso.

La mayoría de las grandes empresas multinacionales están ampliamente diversificadas, aunque también es cierto que actualmente se está produciendo una “vuelta atrás” en este fenómeno, a partir de los procesos de reestructuración de los grandes conglomerados creados en los años ochenta¹⁵⁹.

En primer lugar, las grandes empresas de distribución comercial minorista han desarrollado estrategias de integración vertical “hacia atrás”, asumiendo casi todas las funciones que realizaban los mayoristas¹⁶⁰ o llegando incluso a convertirse en sus propios proveedores¹⁶¹. Estas estrategias junto con

organizar sistemas de control eficaces pueden ser altamente rentables en determinadas industrias, máxime si los mercados financieros no son eficientes.

¹⁵⁹ Entre otros, IBM, General Motors, Digital Equipment, Delta Airlines, Sun, US Air, American Airlines, United Airlines, Caterpillar, y la empresa de distribución comercial Sears Roebuck.

¹⁶⁰ Existe una tendencia a reducir el canal de distribución en dos eslabones: fabricantes-productores y minoristas individuales o asociados en centrales de compras. Debido, por un lado, a la integración hacia atrás del sector minorista y por otro, al incremento de la integración hacia atrás de la industria alimentaria en determinados sectores y de la integración hacia delante del sector primario, con lo que termina la separación entre productor de materias primas y fabricante (*Ronald & Berger Partners*, 1994).

¹⁶¹ Por ejemplo, El Corte Inglés adquirió a sus principales proveedores industriales (Induyco y Móstoles Industrial, que garantizan su suministro de prendas confeccionadas y de muebles, respectivamente). Y través de su filial Investrónica fabrica ordenadores Inves para su propia distribución, pudiendo negociar con otros fabricantes de ordenadores en mejores condiciones. Por su parte, Mercadona posee fábricas de producción de pan precocinado, bollería

el aumento de importancia de las marcas del distribuidor (o marcas propias), suponen un incremento del poder de negociación de estas empresas frente a los fabricantes, que tienen que acogerse a sus condiciones si no quieren ver rescindidos sus contrastos de suministro¹⁶².

Muchas veces no es necesario llegar a una integración vertical “aguas arriba”, para garantizar la rapidez y eficacia en el suministro de los inputs. Por ello, existe una tendencia creciente a establecer acuerdos de cooperación con fabricantes¹⁶³. A través de un contacto continuo entre los centros de distribución de la empresa comercial (denominados plataformas), los proveedores y todos los puntos de venta o establecimientos de la misma, es posible conseguir una reducción de costes y una mejora en la calidad¹⁶⁴.

En segundo lugar, las grandes empresas de distribución comercial desarrollan estrategias de diversificación horizontal, ampliando su campo de actuación hacia negocios relacionados que complementan la oferta de servicio al cliente. Son frecuentes los negocios inmobiliario, de restauración, construcción, reparación y complementos del automóvil, edición de libros, negocio de carburantes¹⁶⁵ y servicios financieros. Menos frecuentes son los negocios de

congelada en masa y productos precocinados (Forns Valencians S.A.; Forvasa) y una empresa dedicada a la preparación y envasado de aguas minerales (Llanorel, S.A.). El grupo salmantino Tragoz participa en un 25 por ciento en la Cooperativa Andaluza de Productores de Leche de Córdoba (Colecor) (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 5/12/1995).

¹⁶² Las empresas de distribución comercial tienden a asumir todas las funciones del proceso de producción/distribución en las “marcas blancas”: *merchandising* en el punto de venta, logística interna y externa (mediante la creación de plataformas que abastecen a todos los establecimientos de la empresa), *marketing*, etc; subcontratando únicamente la fabricación del producto.

¹⁶³ Salas (1989) justifica la cooperación empresarial basándose en razones de eficiencia. Bresnhan y Salop (1986); Reynolds y Snapp (1986); Kamien *et al.* (1992), explican las empresas conjuntas (*joint ventures*) a partir de la Economía Industrial, basándose en incrementos del poder de mercado.

¹⁶⁴ Se trata de aplicar el sistema *just-in-time* (JIT) para garantizar que todos los pedidos puedan recibirse y ser consolidados y ejecutados en cuestión de horas (Stalk *et al.*, 1992).

¹⁶⁵ Las políticas agresivas de precios frecuentes en las marcas blancas de gasolinas de las grandes superficies (Eroski, Alcampo, Caprabo y Bon Preu, entre otras), en algunos países (concretamente, en Francia) han llevado a las petroleras a denunciar por *dumping* a los grupos

confección, madera y mueble, hostelería y turismo¹⁶⁶, explotación de videoclubs, seguros, informática, electrónica y servicios telefónicos¹⁶⁷, aunque empiezan a generalizarse¹⁶⁸.

Igualmente, ampliar la gama de productos y servicios distribuidos es cada vez más frecuente por parte de los detallistas -en este sentido, algunos grandes almacenes estudian la posibilidad de la distribución de automóviles¹⁶⁹ y tiendas especializadas inicialmente en moda se introducen en el segmento de perfumería y cosmética¹⁷⁰.

En algunos casos estas estrategias se justifican al amparo de dos premisas: cuando el grupo alcanza una masa crítica determinada de gastos en tales sectores, para cubrir sus propias necesidades en los mismos, ya sean los seguros de sus empleados, edificios, mercaderías y flota de vehículos, o los gastos de desplazamiento constante de sus numerosos ejecutivos y compradores por diversos países del mundo y ciudades españolas; opta por prestarse a sí

galos de distribución (*Fuente: Expansión*, 9/11/1995; *Cinco Días*, 9/11/1995; *Gaceta de los Negocios*, 27/11/1995 y 28/11/1995).

¹⁶⁶ El Corte Inglés recientemente ha ampliado el capital de su filial Viajes El Corte Inglés en 700 millones de pesetas para adaptarle a la cifra de negocio. Durante 1994 la compañía inauguró 109 oficinas en España y dos sucursales en Portugal (Lisboa y Oporto) (*Fuentes: Expansión*, 28/11/1995; *Cinco Días*, 28/11/1995).

¹⁶⁷ En el Anexo 1.12 se exponen algunos ejemplos de empresas de distribución comercial diversificadas.

¹⁶⁸ Pryca prevé vender en sus centros servicios de agencia de viajes y seguros (*Expansión*, 23/5/1995).

¹⁶⁹ Es el caso de El Corte Inglés, que estudia el destino de los locales adquiridos tras la compra de Galerías Preciados. Ya que, según acordó la Comisión Europea, desde el 1 de octubre de 1995, los concesionarios pueden vender coches de todos los fabricantes (*Fuente: Dinero*, N 625, 30/10/1995). La primera tienda piloto de venta y montaje de accesorios para el automóvil ha sido el Hipercor de 3.000 metros cuadrados de Gerona (*Fuente: Expansión*, 22/11/1995). Por tanto, la compra de Galerías ha reforzado la diversificación y especialización por centros del grupo (*Fuentes: Dinero*, N 630, 4/12/1995 y *Actualidad Económica*, 11/12/1995).

¹⁷⁰ Cortefiel prosigue su diversificación con la creación de su última filial Fragancia Belleza. La inversión prevista para la apertura de 10 tiendas hasta febrero de 1997, es aproximadamente de 2.000 millones de pesetas (190 millones por tienda) (*Fuente: Cinco Días*, 30/10/1995; *El País*, 5/11/1995; *Actualidad Económica*, 4/12/1995).

mismo ese servicio, con el añadido de poder captar terceros clientes, si desagrega esa actividad. Se trata en definitiva de utilizar su “saber hacer” para actividades distintas de la distribución comercial, explotando sinergias al compartir ciertos activos específicos: las habilidades de la empresa.

La empresa, mediante algunos de estos “nuevos” negocios, relacionados con la actividad de distribución comercial, consigue una mayor diferenciación, ya que amplía su gama de productos y servicios, pudiendo ofrecer de este modo, un mayor servicio y atención a sus clientes, al tiempo que garantiza su “fidelidad”¹⁷¹. Otros negocios simplemente contribuyen a engrosar el beneficio neto del Grupo (por ejemplo, el negocio inmobiliario fundamentalmente basado en el arrendamiento de locales comerciales de su propiedad).

El alcance de la actividad financiera¹⁷², así como sus repercusiones en el sistema financiero, constituyen los objetivos del presente trabajo, por lo que serán analizados más detalladamente en sucesivos apartados.

En la actualidad, varias empresas del sector en España conceden créditos al consumo y aplazamientos de pago a sus clientes, disponen de una tarjeta de pago y de oficinas de cambios para el público. Gestionan cuentas de tesorería con sus empleados, a quienes conceden también las posibilidades de acceder a créditos, amén de descuentos en las compras realizadas en sus establecimientos¹⁷³.

¹⁷¹ El cliente puede contratar un seguro o unas vacaciones y reparar su automóvil o su ordenador, en el mismo “establecimiento” donde realiza su compra habitual. Se le ofrece, además, la posibilidad de pagar con tarjeta de pago y/o crédito; de comer en el propio establecimiento o incluso de ver una película en el cine. Se trata, empleando la terminología de Cuartas, J. (1992), de un “negocio universal”.

¹⁷² Consideramos dicha actividad en su sentido amplio, es decir, incluyendo actividades parafinancieras como por ejemplo, la realización y/o comercialización de seguros y fondos de inversión, así como actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario.

¹⁷³ Algunas empresas de distribución, como por ejemplo Galerías Preciados, consideraron la posibilidad de crear su propio banco, para que los clientes pudieran abrir cuentas corrientes en tales empresas a un interés alto, y con la posibilidad añadida de cargar en ellas el importe de sus compras en el establecimiento (Cuartas, 1992).

1.4.2. Formas de desarrollo.

En el análisis de los métodos o formas de desarrollo más comunes en el sector de distribución comercial, se aprecia en primer lugar, que las grandes empresas han optado por el crecimiento interno o “natural” en sus estrategias de expansión, que permite la optimización de la gestión del proceso de crecimiento al adquirir los recursos de una forma paulatina y armonizada. Así lo demuestra la evolución positiva de las inversiones de la mayoría de las grandes empresas de distribución comercial, destinadas a la apertura de nuevos establecimientos (cuadro 1.15)¹⁷⁴.

EMPRESA	1990	1991	1992	1993	1994	Prev. 1995
EL CORTE INGLÉS	35.010	35.157	41.560	45.575	57.353	–
PRYCA	26.556	35.120	35.621	28.911	29.873	–
CONTINENTE	–	29.200	24.400	30.000	35.000	30.000
ALCAMPO	–	5.000	–	10.000	18.000	–
MERCADONA	–	–	5.355	6.536	8.000	–
EROSKI	–	22.940	23.629	29.887	59.984	47.725
SIMAGO	–	3.000	1.300	–	–	–
CAPRABO	–	3.547	3.746	3.524	3.445	4.000
SABECO	–	–	2.500	1.955	2.492	–
CORTEFIEL	–	–	3.055	–	4.660	5.070

Cuadro 1.15.: Inversiones en inmovilizado material de algunas grandes empresas (en millones de pesetas).

Fuente: Informes anuales de gestión.

Estas inversiones se financian principalmente con recursos generados, es frecuente la “autoexpansión” o autofinanciación en este sector, y mediante recursos ajenos a corto plazo procedentes de proveedores¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Se comprueba, además, que los planes de inversión prácticamente no se han visto afectados por la crisis española, teniendo en cuenta que el año 1993 representó la cima del ciclo económico bajista. Las grandes superficies han permanecido “inmunes” a la caída del consumo, dado que han continuado incrementado sus ventas.

En segundo lugar, el crecimiento externo basado en fusiones por absorción y adquisiciones, ha sido empleado para entrar en algunos negocios, eliminando los costes de transacción propios del mercado¹⁷⁶. O como una forma rápida de expansión que evite los inconvenientes del crecimiento interno. Principalmente, reduce los riesgos del crecimiento al adquirir una empresa en funcionamiento y la inversión realizada posee un período de maduración más reducido¹⁷⁷. Sin embargo, en una adquisición se compran muchos activos innecesarios, se plantea el problema de integrar dos organizaciones y además, suele resultar más cara, ya que gran parte del valor final de la empresa en funcionamiento está constituido por el apartado del fondo de comercio o “goodwill”. También, se debe tener en cuenta que las legislaciones “anti-trust” (en los EE.UU.) o de defensa de la competencia (en la UE) pueden limitar las posibilidades de este tipo de crecimiento.

Finalmente, las formas de organizar la producción “híbridas”, o intermedias entre la empresa y el mercado, basadas en acuerdos de cooperación y colaboración mediante alianzas estratégicas (*joint ventures*), se utilizan

¹⁷⁵ Este aspecto se analizará con mayor detalle cuando se estudie la estructura económico-financiera de las grandes empresas de distribución comercial.

¹⁷⁶ Ejemplos: El Corte Inglés adquirió Industrias y Confecciones, S.A.; e Induyco, S.A.; Móstoles Industrial, S.A. y Construcciones, Promociones e Instalaciones, S.A.. Mercadona adquirió Llanorel, S.A. Pryca adquirió el 100 por cien de Socomo y de Autocenter Delauto (*Fuente: Informes de gestión anuales*).

¹⁷⁷ Se han producido varias fusiones por absorción, que contribuyen a la concentración empresarial en este sector. Entre otras, destacan la de Dia, S.A. y Dirsá; la de Eroski y la cadena Jobac, que pertenecía a Erosmer y Mercasa -Mercasa desaparece prácticamente del sector de la distribución- (*Expansión*, 6/6/1995). Por su parte, El Corte Inglés absorbió a Galerías Preciados (*Fuente: Actualidad Económica*, 22/5/1995; *Expansión*, 8/6/1995; *Cinco Días*, 8/6/1995; *Gaceta de los Negocios*, 8/6/1995). En octubre de 1995, Alimerka adquirió la cadena de supermercados Trebol Center, que disponía de 44 centros comerciales distribuidos en Asturias, convirtiéndose en el segundo grupo asturiano del sector, después del Grupo Osoro. Inició su política de crecimiento hace nueve años; en 1992 compró los establecimientos El Monte y La Masera y en 1993, Gamastur (*Fuente: Expansión*, 25/10/1995). Pan de Azúcar tiene previsto en 1996 la adquisición de un hipermercado ya existente para completar el plan de crecimiento de Jumbo (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 1/12/1995). Tres cadenas de supermercados catalanas, Autoservicios Prat, Superficies de Alimentación Sortly Discau y Distribuciones Sogorb se fusionaron junto con *kampi*, la nueva cadena en la que participan a partes iguales las tres firmas (*Fuente: Expansión*, 13/11/1995). Vegonsa compró en noviembre de 1995 los supermercados de Ignacio Tabares ampliando su área de cobertura a toda la región gallega (*Fuente: Expansión*, 30/11/1995).

frecuentemente para desarrollar ciertos negocios. Esta vía intermedia entre el mercado y la organización interna para la asignación de recursos supone un compromiso entre flexibilidad y eficiencia, eliminando tanto los costes de transacción del mercado como los de coordinación en la empresa (Coase, 1937; Arrow, 1974; Child, 1987)¹⁷⁸.

Los acuerdos, unas veces se establecen para aprovecharse de las asimetrías entre las empresas, combinando las ventajas competitivas de cada una o para compartir el “*know-how*” logrando sinergias positivas. De este modo, las empresas de distribución pueden entrar en algunos negocios (el cuadro 1.16. muestra los socios de El Corte Inglés, a modo de ejemplo)¹⁷⁹. Otras veces son para poder acceder a mercados internacionales¹⁸⁰. En ciertas ocasiones, el endurecimiento de la competencia lleva a las empresas a cooperar con sus competidores, para reducir la competencia y facilitar su supervivencia¹⁸¹. O

¹⁷⁸ La cooperación será eficiente siempre que los costes de las empresas que cooperan operando por separado sean inferiores a los de una empresa integrada y a los costes que supondría realizar dicha transacción en el mercado.

¹⁷⁹ Por ejemplo: En 1991, Continente establece con la sociedad francesa Autocentros “Feu-Vert” la *joint-venture* Feveisa, con una participación del 50 por ciento cada una. Para gestionar la tarjeta de compra privada, Jumbo tiene acuerdos con el Banco Popular, El Corte Inglés con La Caixa y Alcampo con el Banco Central Hispano, que a través de su filial financiera Finamersa, gestiona la tarjeta de crédito de dicha cadena de hipermercados. Pryca con la editorial Plaza & Janés (*Expansión*, 6/4/95). El Corte Inglés con el Banco Central Hispano, el Santander y Argenta para comercializar sus seguros, fondos de inversión y créditos hipotecarios (*Banca Comercial*, 6 julio 1994). Continente se convierte en distribuidor de Canal + a través de un acuerdo de cooperación (*Cinco Días*, 17/3/95). Convenio de colaboración entre Pryca en Andalucía y Unicaja para permitir que los titulares de tarjetas de la entidad tengan acceso directo al pago de sus compras en los establecimientos andaluces del grupo de distribución (*Expansión*, 10/3/95). Caprabo se alía con la multinacional norteamericana Exxon para comercializar carburantes con su propia marca (marca blanca) (*Cinco Días*, 12/5/1995).

¹⁸⁰ Ejemplos: El Corte Inglés y la compañía suiza Noga en Portugal (*Expansión*, 24/12/94). El Corte Inglés y Telefónica en Argentina (*Expansión*, 8/4/95). Eroski refuerza la alianza con Promodès para su desarrollo en el sur de Francia (*Cinco Días*, 29/5/1995). El Grupo Cortefiel ha establecido una *joint venture* con el grupo Suizo Golbus para introducir sus tiendas Springfield en Alemania, Suiza y Austria (*Fuente: Futuro*, octubre 1995: 32-37) y una alianza con un grupo europeo para crear en Europa tiendas Women’s Secret (*Expansión*, 1/7/1995).

¹⁸¹ Es el caso de la formación de asociaciones y centrales de compras entre pequeñas y medianas empresas para conseguir reducir sus costes al comprar en grandes cantidades. Por ejemplo, Covirán es el primer grupo de distribución andaluz que agrupa a 586 supermercados, pudiendo ejercer la misma presión que las grandes superficies para lograr buenos precios de sus proveedores (*Fuente: Actualidad Económica*, 30/10/1995).

simplemente para conseguir apoyos financieros o compartir riesgos de determinadas actividades que requieren elevadas inversiones iniciales¹⁸².

<p>Junio 1994: Unión con Gas Natural para la distribución de gasodomésticos.</p> <p>Junio 1994: Alianza con Argentaria, B.Santander y BCH para la comercialización de créditos hipotecarios, seguros y fondos de inversión.</p> <p>Marzo 1995: Acuerdo con Microsoft para el desarrollo de Windows 95 en España.</p> <p>Marzo 1995: Alianza con Telefónica y Proeinsa para la distribución de videojuegos a través de la red Teleline.</p> <p>Mayo 1995: Acuerdo con el Banco Santander para instalar "boutiques" bancarias en sus centros.</p> <p>Septiembre 1995: Pacto con Telefónica para vender en sus tiendas todos los servicios de la operadora.</p> <p>Octubre 1995: Alianza con la compañía de videojuegos y máquinas recreativas Sega para instalar en varios centros parques de ocio y entretenimiento.</p> <p>Octubre 1995: Acuerdo con Telefónica para comercializar juntos el servicio Infovía.</p> <p>Noviembre 1995: Acuerdo con Servicom para la conexión con la red Internet.</p>

Cuadro 1.16.: Algunos "socios" de El Corte Inglés.

Fuente: Cinco Días, 18/10/1995; Expansión, 31/10/1995; Dinero, N. 627, 13/11/1995.

¹⁸² Galerías Preciados firmó un acuerdo con el grupo de inversores mexicanos Asemex Banpaís (*Distribución Actualidad*, 216: 12).

2: DECISIONES FINANCIERAS ESPECÍFICAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL. LA GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE COMO NEGOCIO FINANCIERO IMPLÍCITO Y LA DIVERSIFICACIÓN HACIA LA ACTIVIDAD FINANCIERA.

2.1 INTRODUCCIÓN.

Teniendo en cuenta el alcance de esta tesis doctoral -actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial en España-, y después de haber analizado, en el capítulo previo, la estructura sectorial y la organización y estrategias empresariales, el presente capítulo se centrará en el estudio de las decisiones financieras específicas de las grandes empresas de distribución comercial, para determinar el alcance de su actividad financiera, acotando y precisando su relevancia

En primer lugar, se analizarán la gestión y políticas financieras a corto plazo de las grandes empresas de distribución comercial. Dado que su actividad financiera implícita surge por una eficaz gestión de sus activos circulantes, gracias sobre todo al elevado plazo medio de pago que consiguen de sus proveedores, debido a su posición de mercado dominante en la negociación frente a los mismos. De ahí el interés de estudiar las relaciones entre las empresas de distribución comercial y sus proveedores, a partir del enfoque contractual de la Economía de la Empresa.

Una vez detectado el origen de su actividad financiera implícita, son igualmente relevantes las políticas financieras a medio y largo plazo de las empresas de distribución comercial, concretamente sus estrategias de diversificación hacia funciones propias de entidades financieras. Esta ampliación de su negocio típico se produce al amparo de dos premisas: cuando las empresas alcanzan una masa crítica determinada de gastos en servicios en determinados sectores, optan por prestarse a sí mismas esos servicios, con la ventaja añadida de poder captar terceros clientes, si desagregan y ofertan de manera diferenciada esas actividades. En definitiva, se basa en utilizar su “saber hacer” para actividades distintas de la distribución comercial; pudiendo, de este modo, fidelizar a los clientes y realizar sobre ellos “ventas cruzadas”, al ofrecerles una mayor gama de productos y servicios. Después de revisar

los antecedentes más próximos al caso español, se realizará una sistematización de los distintos productos financieros que gestionan estas empresas, así como su oportuna cuantificación.

Por último, a modo de síntesis del capítulo, se expondrá un resumen de los antecedentes y evolución de las distintas aportaciones realizadas por las teorías de las decisiones financieras de la empresa. Dentro de este marco teórico de las decisiones financieras, válido para cualquier empresa, se sistematizarán y caracterizarán las decisiones financieras específicas de las grandes empresas de distribución comercial analizadas a lo largo del capítulo.

2.2. PODER DE NEGOCIACIÓN FRENTE A PROVEEDORES Y GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE.

Desde un punto de vista estructural, cada sector contribuye a la creación de riqueza de una economía nacional mediante la generación de valor añadido. Dicho valor es la fuente de las rentas empresariales y del propio beneficio que la empresa puede obtener; y sin más que recordar su concepto, ingresos por ventas menos gastos por compras satisfechos al exterior, puede deducirse su relación con el poder de mercado de cada empresa y su mayor o menor capacidad para ejercitarlo por la vía de los precios, cobrados y pagados, respectivamente.

En España, además y como ya hemos comprobado, se verifica un continuado proceso de concentración en el sector de la distribución comercial, que ha repercutido en la concentración del poder de compra en pocas empresas, lo que ha reforzado significativamente su posición en las negociaciones frente a sus proveedores, debido a la amenaza que les supondría a éstos la cancelación de sus pedidos¹. En este sentido, la creación de centrales de compra (“Eurocentrales” en Europa) y asociaciones de distribuidores, se han demostrado mecanismos útiles para

¹ El principal montante de la facturación de los distintos suministradores suele depender de unos pocos distribuidores. En este sentido, se habla de “proveedores cautivos”, ya que tienen que aceptar las exigencias del canal de distribución, si no quieren ver disminuir su cifra de negocios (*Fuente: Expansión, 23/12/1993*).

incrementar el poder de negociación comercial; ya que éste depende, entre otros factores, del tamaño relativo de la empresa en el sector. Además, la presencia mundial de algunos grandes grupos de distribución comercial -como Pryca, Continente y Alcampo-, así como la tendencia generalizada a realizar sus compras a nivel europeo (compras “paneuropeas” desde las empresas matrices que abastecen a las filiales de los distintos países), les facilita el contacto con un mayor número de proveedores de diferentes países, lo cual incrementa su información sobre cantidades y precios y el ejercicio de su poder de mercado en las negociaciones frente a los mismos. Por otro lado, sus modelos de gestión evolucionan hacia formas más centralizadas en cuanto a la negociación². Por tanto, el hecho de firmar los acuerdos de precios con los proveedores en enero, con una vigencia anual, les facilita la obtención de “nuevos” descuentos y promociones posteriores a lo largo del año, y les permite beneficiarse del incremento de la inflación, porque compran a un precio menor lo que luego venden a uno mayor.

Finalmente, el elevado grado de competencia entre los proveedores (fabricantes) en el ámbito de la UE, a raíz de la creación del Mercado Interior Europeo³, es otro de los factores que contribuye a acentuar la posición dominante de las empresas de distribución comercial en las negociaciones interempresariales.

² La forma en que se llevan a cabo las negociaciones entre empresas distribuidoras y sus proveedores es representativa de las posiciones que mantienen cada una de las partes (Pryca negocia el 80 por ciento de los precios de forma centralizada, *Fuente: El Nuevo Lunes*, 19/12/1994). Existe un acuerdo “marco” (denominado “negociación de plantilla”), realizado anualmente, en el que se negocian con cada suministrador los precios para todo el año y de todos los productos que abastece: A partir de los “precios lista”, se pactan los descuentos comerciales fijos y los “rappels” sobre compras o descuentos por volumen de pedido, que se aplicarán durante todo el año. También se fijan los descuentos adicionales por aniversario del centro comercial, por mermas y roturas para cubrir las posibles mercancías que lleguen en malas condiciones, así como los correspondientes a las cuatro promociones anuales de tres por dos, la de dos por uno, o cualquier otra promoción acordada inicialmente. Igualmente, se pacta el “peaje” o “seudoimpuesto camuflado” que los proveedores tienen que pagar a las grandes empresas de distribución comercial, para mantener su presencia en los lineales de los establecimientos, y el canon para que sus productos figuren en los folletos promocionales o sus ofertas estén debidamente anunciadas en las cabeceras de góndola de los puntos de venta -estos ingresos se recogen en la partida de “ingresos accesorios” de la cuenta de resultados-. Posteriormente, a lo largo del año, en los distintos establecimientos o a nivel regional, los directores de centro comercial o directores regionales negocian descuentos y condiciones adicionales con algunos proveedores.

³ Esta se acentúa por el hecho de que las cadenas de distribución empiezan a reducir su número de proveedores a dos o tres por producto (entre los que figuran los de marca propia), expulsando al resto de las estanterías (*Fuente: Actualidad Económica*, 5/6/1995).

A efectos de explicar el ejercicio del poder de negociación de las grandes empresas de distribución, debe recordarse que las empresas que ejercen una amenaza de integración vertical, hacia atrás o hacia adelante, poseen una importante ventaja ya que pueden suspender sus intercambios actuales por la internalización de esas actividades. Esto supone un alto riesgo para proveedores y/o clientes, que se acentúa si la empresa concentra un volumen de ventas importante (Porter, 1987). En este sentido, la cantidad de productos vendidos bajo “marcas blancas” -ya sean marcas con el nombre del distribuidor o segundas marcas creadas por éste- por las grandes empresas de distribución comercial se incrementa (gráfico 2.1. y gráfico 2.2.)⁴ y con ello su integración hacia atrás, dado que únicamente subcontratan la fabricación del producto⁵, realizando ellas mismas el resto de las funciones del proceso de producción y distribución: entre otras, logística, *marketing*, servicio posventa, e incluso la elaboración del diseño de algunos productos y envases⁶.

⁴ En este sentido, El Corte Inglés duplicó el número de artículos con marca propia durante los años 1994 y 1995, pasando de aproximadamente 250 a 560 productos con marca propia en octubre de 1995; lo cual le ha permitido fidelizar a más consumidores, ya que su precio es inferior al de las marcas de los fabricantes (*Fuente: Expansión*, 14/10/1995). Sin embargo, el rápido desarrollo de las marcas blancas en España es reciente si se compara con los países europeos (en el primer semestre de 1995 en España suponían el 12,8 por ciento del mercado, frente al 37 por ciento en el Reino Unido o al 29,9 por ciento en Alemania (*Fuente: Expansión*, 25/10/1995).

⁵ La información que los distribuidores tienen sobre el coste unitario de cada componente de los productos de marca blanca, les dota de mayor poder en la negociación frente a estos proveedores, que se ven forzados a ajustar mucho más sus costes de producción si quieren vender sus productos (*Fuente: Advisers in Business Group, Cinco Días*, 2/11/1995).

⁶ Frecuentemente plagian las marcas y envases de los productos de sus proveedores líderes en sus “marcas propias” (*Fuente: Actualidad Económica*, 19/10/1992 y 24/10/1994).

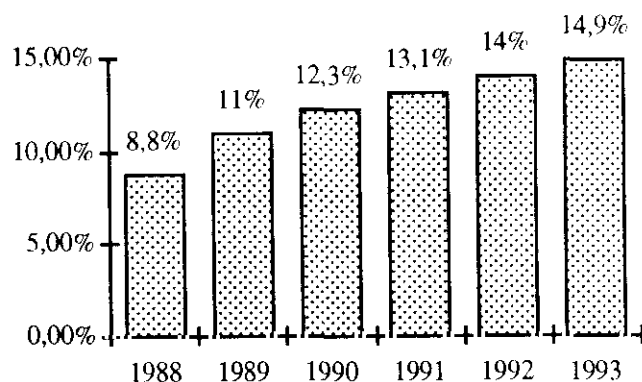


Gráfico 2.1.: Porcentaje de ventas de "marcas blancas" sobre ventas totales en el sector de la distribución comercial español, durante el período 1988-1993.

Fuente: Distribución Actualidad, Dympanel y Monitor Company.

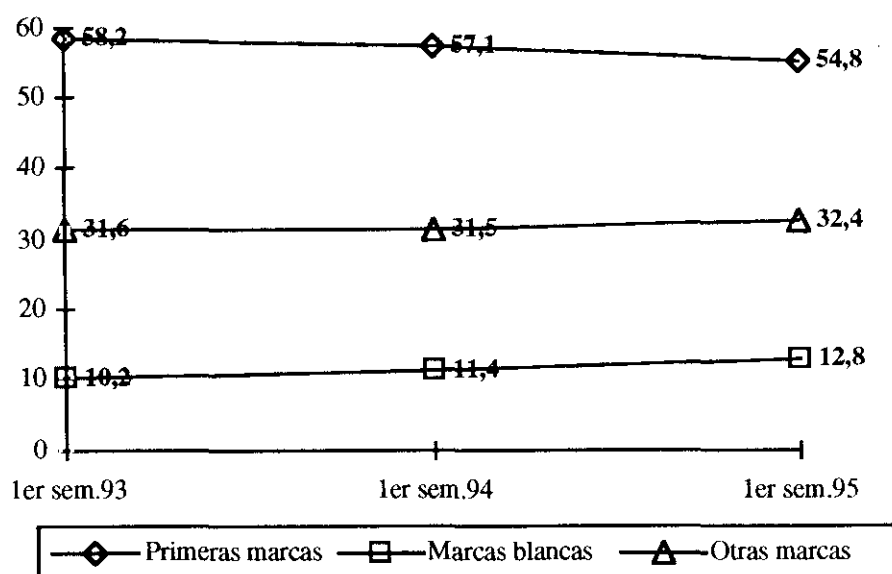


Gráfico 2.2.: Evolución de las cuotas de mercado de las marcas.

Fuente: Dympanel y Gaceta de los negocios, 27/10/1995 y Expansión, 27/10/1995.

En realidad, la relación cliente-proveedor se asemeja a la existente entre empleador-empleado, en cuanto a la autoridad del empresario (o del cliente) en el proceso de asignación interna de recursos (Coase, 1937) (o en la negociación frente a

su proveedor). La autoridad del cliente sobre su proveedor es igual a la del empleador sobre sus empleados: “si el empleado o el proveedor rehúsan satisfacer las órdenes o demandas del empleador o del cliente, el arma de ambos es la misma: rescindir el contrato” (Arruñada, 1990: 40).

En una relación comercial o entre proveedor y cliente, este último -en nuestro caso, la empresa de distribución comercial- es el *principal*, y el proveedor o fabricante, el *agente*, que se compromete a proporcionar a aquél unos productos. El conflicto entre proveedor y cliente puede manifestarse como una calidad del producto inferior a la pactada o un mayor plazo de entrega. Por su parte, el cliente puede también defraudar al proveedor, sobre todo incumpliendo su obligación de pago. En general, el hacer que la entrega del bien sea simultánea a su pago es una protección esencial del contrato. Cuando se pacta un aplazamiento del pago, conviene entender que a la relación comercial se le ha superpuesto una relación de endeudamiento⁷ (Arruñada, 1990: 73-74). No obstante, la realidad empresarial y las últimas aportaciones teóricas de Dirección Estratégica recomiendan estrechar las relaciones entre proveedores y distribuidores y establecer alianzas a largo plazo⁸; aunque en muchos casos es recomendable cierta hostilidad⁹.

Desde una perspectiva contractual, puede apreciarse la similitud existente entre la mayor parte de los contratos con proveedores y los contratos de deuda (crédito, préstamo, obligaciones y demás títulos de deuda); dado que ambos se caracterizan por

⁷ En la relación contractual de endeudamiento se produce el conflicto de intereses entre acreedor y deudor, que engloba dos tipos de fenómenos (Smith, 1980: 346): el riesgo moral, que hace referencia a cómo cambian los incentivos y, por ende, la conducta del deudor, una vez que se convierte en tal; y la selección adversa o tendencia a que los peores deudores, en términos de riesgo, sean los más propensos a solicitar crédito.

⁸ Según Jim Welch, de la firma consultora Arthur D. Little, considerar a la cadena de proveedores como parte del negocio de la empresa cliente es un acierto; y Jordan Lewis, uno de los actuales *gurús* del *management*, argumenta que la cooperación incrementa la capacidad de innovación. En el sector de la distribución comercial, la alianza de la cadena Marks & Spencer con un proveedor le permitió reducir el tiempo de entrega de algunas prendas de 14 semanas a unos cuantos días (*Fuente: The Economist en Actualidad Económica*, 25/9/1995). En el X Congreso de Aecoc celebrado en octubre de 1995, se manifestó la necesidad de una mayor colaboración entre la industria y la distribución (*Fuente: Expansión*, 26/10/1995).

⁹ Las alianzas con los proveedores pueden producir grandes riesgos, por lo que es aconsejable mantener siempre la capacidad de independencia.

ser contratos de renta fija, esto es, contratos cuya contraprestación por parte de la empresa es, al menos a corto plazo, un pago fijo.

Este tipo de relaciones bilaterales se deben analizar dentro de un contexto de contratación real, es decir, incompleta, donde se admiten dos supuestos acerca de la conducta humana: racionalidad limitada y, partiendo del conflicto de intereses que existe en su relación, comportamientos oportunistas de quien ostente un mayor poder, básicamente por poseer más y mejor información¹⁰ (Jensen y Meckling, 1976).

La racionalidad del empresario es limitada, dado que la capacidad del cerebro no permite procesar y emitir toda la información relevante, su lenguaje es impreciso y su previsión restringida; por lo que es incapaz de valorar todas las alternativas posibles (Simon, 1957). Una característica relevante del entorno ante las transacciones es la asimetría informativa existente en el mercado -esto es, cuando unos individuos tienen más información que otros-; siendo esta situación la base de la conducta humana oportunista -los individuos que poseen más información se aprovechan de esa circunstancia utilizando tal poder de mercado al realizar sus transacciones-. Por ello, la relación de intercambio se inicia bajo unas cláusulas contractuales por las que no está totalmente predeterminado cual vaya a ser el resultado mutuo de la interrelación; lo cuál plantea el problema de la especificación de los derechos residuales¹¹.

Por tanto, la racionalidad limitada y la información privada precontractual implican que los contratos reales no son perfectos; esto es, son incompletos, lo cual representa costes importantes en las transacciones¹² (Milgrom y Roberts, 1993).

¹⁰ En este sentido, los suministradores que abastecen de productos “sin marca” a las empresas de distribución comercial están obligados a proporcionarles mucha información sobre sus procesos de producción, estructura de costes, etc.; deben cumplir los estándares de calidad, cada vez mayores, que les imponen y adaptar sus plantas de producción a los deseos de sus clientes, lo cual supone importantes costes ocultos (*Fuente: Actualidad Económica*, 24/10/1994). Todo ello les sitúa en una posición supeditada en las negociaciones.

¹¹ El derecho de control residual es definido por Milgrom y Roberts (1993, glosario de términos) como el derecho de tomar una decisión sobre el uso de un activo que no está explícitamente asignado por ley o por un contrato.

¹² Existen costes de transacción ex-ante, derivados de tomar contacto y negociar entre las partes y costes ex-post, derivados de supervisar y garantizar el cumplimiento de lo acordado.

En los contratos entre empresas de distribución comercial y sus proveedores son muy frecuentes las conductas de oportunismo poscontractual o problema de la retención: una parte (el proveedor) es forzada a aceptar un empeoramiento de los términos efectivos de la relación después de haber realizado una transacción; se dice que “ha quedado retenida”¹³.

El poder que ostentan las grandes empresas de distribución comercial en las negociaciones frente a sus proveedores, se relaciona íntimamente con las características propias de la generalidad de las transacciones que llevan a cabo¹⁴. Williamson (1985) identifica como dimensiones relevantes de las transacciones, las características de los activos que se intercambian y la frecuencia de dichos intercambios.

En cuanto a la primera dimensión, los activos pueden ser *estandar* (son activos de utilización generalizada, cuyo valor es independiente de la continuidad de la relación productiva a la que se le afecta) y activos *específicos (hold up)* o *idiosincrásicos* (son aquéllos cuyo uso alternativo implica una pérdida de valor significativa). En relación a la segunda dimensión relevante: la frecuencia de las transacciones, éstas pueden ser recurrentes u ocasionales. Cuanto más específicos sean los bienes objeto de la transacción y/o cuanto más se prolongue en el tiempo su prestación (esto es, cuanto más ocasionales sean las transacciones), más aumentan las

¹³ Las empresas de distribución comercial frecuentemente incumplían la cláusula contractual referente a la aparición, en exclusiva, de los productos de sus proveedores en los folletos promocionales. La “venta a pérdidas”, esto es, con unos precios inferiores al coste de adquisición de los mismos, es una práctica generalizada por las empresas del sector de la distribución comercial, que obliga a los proveedores a financiar parte de este proceso mediante la reducción de sus márgenes, resta credibilidad en sus negociaciones con otros distribuidores y perjudica su imagen de marca (Cruz Roche, I. 1995). La Ley de Comercio de diciembre de 1995 prohíbe esta práctica.

Igualmente, en ocasiones, incumplen los plazos de pago establecidos contractualmente y la letra pequeña de los acuerdos promocionales por los que el fabricante ha pagado. En algunos países, como EE.UU., han surgido empresas consultoras que intentan intermediar entre las grandes empresas de distribución comercial y sus proveedores, controlando las condiciones de los contratos y los cumplimientos de las ofertas y promociones. Así, la empresa Cabeceras Management Information -única en España que realiza una auditoría diaria de las cabeceras de góndola- ha detectado una serie de incumplimientos (Fuentes: *Actualidad Económica*, 27/3/1995 y *El País*, 15/10/1995).

¹⁴ Las fórmulas adoptadas para la protección de una relación contractual dependen en buena medida de la naturaleza del cliente y de la continuidad de la transacción (Arruñada, 1990: 74).

posibilidades de comportamiento aprovechado por parte del proveedor (Arruñada, 1991:73).

Las transacciones entre las empresas de distribución comercial y sus proveedores suelen ser de activos *estándar*, por lo que el proveedor tiene el carácter, en la mayoría de los casos, de “sustituible”. A su vez, este tipo de intercambios son recurrentes, lo cual condiciona el limitado poder de negociación de los proveedores.

Otro hecho que refleja la posición dominante de las empresas de distribución comercial frente a sus suministradores, es el elevado aplazamiento de pago a los mismos, lo cual les permite disponer de un período “extra” de liquidez. Trataremos este tema, específicamente, en los siguientes apartados. Sin embargo, conviene antes sintetizar las distintas justificaciones que diversos autores han propuesto para explicar **por qué las empresas acuden a financiación vía proveedores**.

Se han propuesto argumentos relacionados con las imperfecciones del mercado de productos o los impuestos. Así, Schwartz y Whitcomb (1988) o Brennan *et al.* (1987) relacionan el uso de pagos aplazados con las imperfecciones del mercado de productos y analizan los distintos vencimientos de los pagos aplazados que el vendedor puede utilizar para discriminar precios entre sus compradores. Por otro lado, Mian y Smith (1992) aducen que las ventas a crédito reducen el valor actual de los impuestos que paga el vendedor.

Holmstrom y Tirole (1993) estudiaron el caso en que la relación con el comprador es beneficiosa para los proveedores y, en consecuencia, no quieren negarle la posibilidad de pagar a plazos. Smith (1987) analizó un caso similar en el que el interés que el proveedor tiene por el comprador le conduce a aceptar cobrar a plazo, incluso si el comprador pertenece al grupo de los que presentan riesgo¹⁵.

Biais *et al.* (1995) mostraron como, en un contexto de información asimétrica, denegar el aplazamiento de pagos a los clientes puede ser interpretado por los bancos

¹⁵ Este argumento puede aplicarse al caso concreto del aplazamiento de pago de las grandes empresas de distribución comercial a sus proveedores. Éstos “aceptan” un cobro aplazado, entre otras razones, por el interés que tienen en continuar su relación comercial con estos “grandes” compradores.

como una señal negativa, mientras que otorgárselo significa transmitirles una señal positiva, pudiéndose obtener así financiación complementaria de los bancos a bajo coste: cuando el aplazamiento de pagos resulta más oneroso para las empresas que presentan mayor riesgo, aquellas que desean obtener un crédito pueden utilizar este elemento para indicar a qué categoría pertenecen. De hecho, los pagos aplazados son más caros para las empresas que presentan riesgo por dos razones:

- En el transcurso de su relación comercial los vendedores obtienen información sobre sus clientes, que después utilizan para prestar a un tipo de interés más bajo a los clientes más solventes.

- Los bancos también disponen de señales privadas sobre sus clientes, cuyo contenido exacto desconocen estos últimos. Lo más probable es que los bancos reciban una señal negativa si la empresa realmente forma parte del grupo de empresas con riesgo. En consecuencia, para este tipo de empresas resulta costoso recurrir al aplazamiento de pagos, es decir, hacer creer a los bancos que son empresas buenas, porque éstos pueden acabar por averiguar que en realidad pertenecen a la categoría de empresas con riesgo. De suceder esto, la empresa habría recurrido en vano a un aplazamiento de pagos costoso. Por este motivo, una empresa de este tipo mejora su situación si revela a qué categoría pertenece realmente y sólo pide prestado a los bancos¹⁶.

Petersen y Rajan (1995) estudiaron un caso en el que imperaba la "ley del más fuerte". Las empresas agotan primero su fuente de financiación interna, a continuación recurren en la medida de lo posible a la financiación bancaria, cuyo coste es elevado, y finalmente acuden al aplazamiento de pagos. Deducen que la cantidad de pagos aplazados que presenta una empresa es un indicador del racionamiento crediticio a que se halla sometida por parte de los bancos. Igualmente, Biais *et al.* (1995) demostraron que las empresas utilizan esa financiación cuando no encuentran otra, aunque consideraron que las restricciones bancarias no eran la única

¹⁶ En este sentido, los pagos aplazados pueden eliminar el problema de selección adversa que se produce cuando los bancos, al enfrentarse con una empresa concreta de la que desconocen a qué grupo de riesgo pertenece, reducen el crédito a la misma (Stiglitz y Weiss, 1987), provocando que el mercado se "colapse", esto es, que empresas con proyectos que presenten un valor actual neto positivo no logren encontrar financiación para llevarlos a cabo.

causa del aplazamiento de pagos, sino que éstos facilitaban el acceso a la financiación bancaria: constituían un indicador de que la empresa era relativamente segura. Petersen y Rajan (1995) analizaron las pequeñas empresas de EE.UU. y encontraron que recurrían menos a los pagos aplazados cuando las empresas mantenían desde hacía tiempo una relación con un banco. Una relación de ese tipo mejora el problema de la selección adversa entre la empresa y el banco, con lo que ya no es tan necesario que señalice su categoría mediante el uso de pagos aplazados. Para analizar cómo los pagos aplazados reflejan un racionamiento de créditos, realizaron una regresión entre los pagos aplazados y los créditos bancarios. Sin embargo, el modelo de Biais *et al.* (1995) incluye ambas variables como endógenas¹⁷.

Freixas (1991) analizó los pagos aplazados para el caso en que tanto los bancos como los proveedores disponen de señales privadas acerca del comprador. Tanto la señal del banco como la del vendedor pueden representar buenas o malas noticias, siendo ambas independientes entre sí y observadas por el comprador. Existen dos equilibrios: 1) (crédito bancario) el comprador acude al banco si la señal de éste es buena, dirigiéndose de lo contrario al vendedor, lo que significa que la utilización de pagos aplazados es una señal negativa. 2) (pagos aplazados) el comprador acude al vendedor si la señal de éste es buena y, en caso contrario, opta por solicitar un crédito al banco, con lo que ahora es señal positiva.

Señales de los pagos aplazados analizadas por la literatura de la estructura de capital: Leland y Pyle (1977) concluyeron que el gestor puede señalizar a qué categoría pertenece invirtiendo sus propios recursos, y Bester (1985) demostró que se puede seleccionar a los inversores que presentan una probabilidad baja de bancarrota, porque se hallan más predispuestos a aceptar un incremento de las garantías a cambio de una reducción de los tipos de interés.

Para justificar el aplazamiento de pagos de las grandes empresas de distribución comercial a sus proveedores, pueden aducirse todas las argumentaciones expuestas anteriormente, relacionadas con las imperfecciones de los mercados, las

¹⁷ Biais *et al.* (1995) estimaron un sistema de ecuaciones simultáneas, para concluir que los pagos aplazados tienen un impacto positivo en los créditos bancarios.

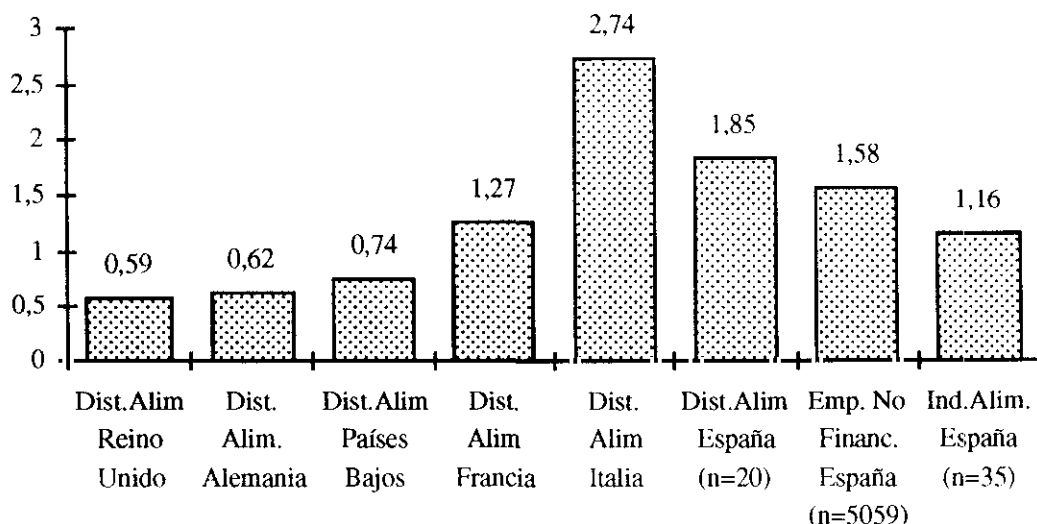
asimetrías informativas y las posibles señales que tales aplazamientos de pagos pueden provocar en la clasificación de compradores en el grupo de los que presentan riesgo o no; pero es indudable que una de las razones de dicha financiación viene motivada por la posición negociadora dominante de las grandes empresas de distribución comercial frente a sus proveedores, que en cierta forma "imponen" las condiciones de la relación comercial.

2.2.1. Plazos medios de pago a proveedores en Europa: análisis comparado y tendencias regulatorias.

La distribución española presenta los plazos medios de pago a proveedores mayores de Europa¹⁸, sólo superados por Italia; si bien en un marco de plazos de pago también más largos para otros sectores productivos españoles (Roland Berger, 1995¹⁹) (gráfico 2.3.).

¹⁸ Según los datos elaborados por la firma consultora Dun & Bradstreet en el año 1992, en el marco de la UE los pagos aplazados en el sector de la distribución comercial, alcanzaban desde los 38 días que se aplicaban de media en Alemania, los 50 en los Países Bajos y los 63 días en el Reino Unido, hasta los 87 días en España. Así, en el conjunto de la UE dicho plazo era de 59 días (*Fuente: Expansión*, 17/2/1993).

¹⁹ Esta consultora realizó un análisis de los estados financieros del año 1992 de las compañías de distribución comercial líderes (según cuota de mercado nacional del año 1992) en cada país europeo, a partir de una metodología de análisis económico-financiero tradicional basado en el cálculo de "ratios". La muestra se formaba por 20 empresas españolas (5 compañías líderes -Eroski, Hipercor, Alcampo, Continente, Pryca- y otras 15 empresas de "moderna" distribución). En el Reino Unido, tres empresas (Sainsbury's, Tesco y Argyll, con unas cuotas de mercado nacionales respectivas de 12,1 por ciento; 11,2 por ciento y 7,4 por ciento). En Alemania, cuatro empresas (Asko, Rewe, Edeka y Massa, cuyas cuotas de mercado nacionales eran 4,4 por ciento; 1,6 por ciento; 2,8 por ciento y 1,2 por ciento, respectivamente). En Francia, cuatro empresas (Carrefour, Promodès, Casino y Docks de France, con unas cuotas de mercado nacionales respectivas de 10,2 por ciento; 9,1 por ciento; 7,2 por ciento y 3,3 por ciento). Y cinco empresas de otros países (Ahold de Holanda, Rinascente y Standade Italia, Delhaize y Gib de Bélgica, siendo sus cuotas de 7,9 por ciento; 5,2 por ciento; 4,6 por ciento; 5,4 por ciento y 9,5 por ciento, respectivamente).



n = número de empresas de la muestra.

Gráfico 2.3.: Plazos Medios de Pago a proveedores en 1992 (en %). Promedio = 1,0.

Fuente: Roland Berger, a partir de Informes Comerciales y Central Balances Banco España.

Las empresas adaptan sus plazos de pago y de cobro a las prácticas comerciales habituales de cada sector y de cada país²⁰. Factores como el precio del dinero, las facilidades crediticias o los márgenes comerciales, son los que determinan finalmente las prácticas mercantiles, y por tanto los plazos medios de cobro y de pago, distintos para los diferentes países (gráfico 2.4). Luego, no son las empresas individuales sino los mercados, los que en definitiva fijan las reglas del juego.

²⁰ Así, distintas empresas pertenecientes al mismo subsector (azúcar o cerveza) cobraron y pagaron en 1992, más tarde en España que en Alemania, Francia u Holanda. De la misma manera, una misma compañía con operaciones en distintos países puede presentar plazos de cobro y de pago más largos en España que en el resto de países europeos en los que también opera. Por ejemplo, en 1992, el plazo medio de pago de Nestlé España fue de 69 días, mientras que el de Nestlé Alemania fue de 25. De igual forma, el de Pryca (España) fue de 93 y el de Carrefour (Francia) de 78 días (Roland Berger, 1995).

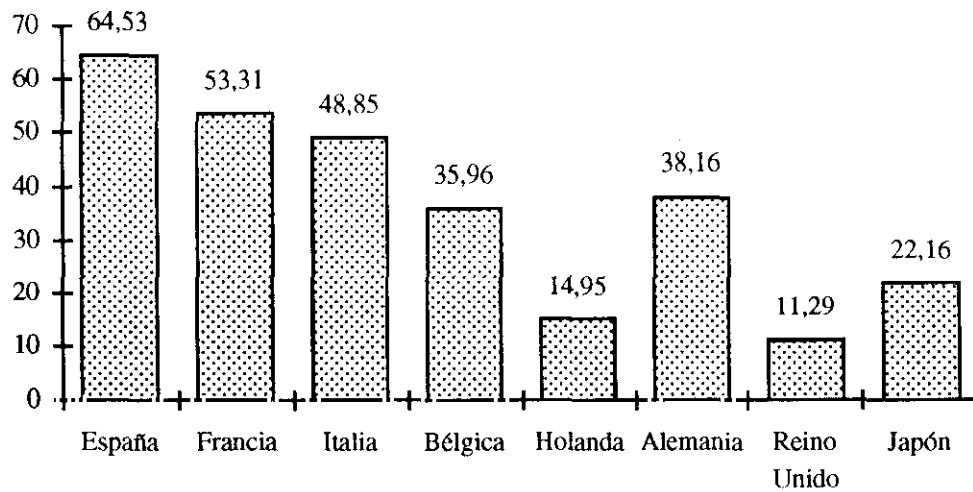


Gráfico 2.4: Diferencia entre plazo medio de pago a proveedores y plazo medio de cobro a clientes (en número de días) de las empresas de comercio al por menor en distintos países, en 1982-1991.

Fuente: Román (1995: 104), a partir de la base de datos de la base BACH.

Igualmente, el tamaño de la empresa de distribución comercial también condiciona los plazos medios de pago a proveedores en los distintos países, siendo habitual un mayor aplazamiento en las grandes empresas, dado que pueden ejercer un mayor poder en las negociaciones frente a sus proveedores (gráfico 2.5).

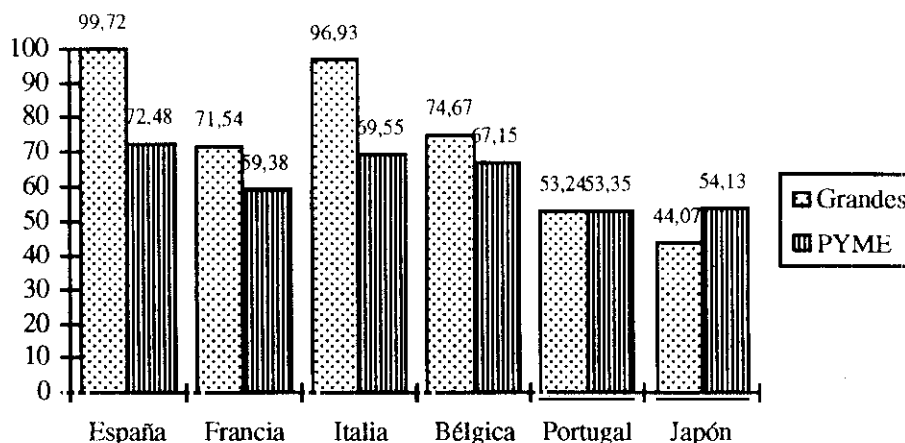


Gráfico 2.5: Plazos Medios de pago a proveedores (en número de días) según tamaño de las empresas de comercio al por menor, en distintos países. Período 1982-1991.

Fuente: Román (1995: 97), a partir de la base de datos BACH.

En las grandes empresas europeas de distribución alimentaria se constata, durante el período 1990-1993, una relación negativa entre sus plazos medios de pago a proveedores y sus márgenes brutos (correlación superior al 88 por ciento)²¹, lo cual corrobora que los plazos de pago constituyen un elemento más de la negociación entre los distribuidores y los fabricantes -plazos de pago largos suponen precios de compra altos y por tanto, menor margen y viceversa- (Roland Berger, 1995)²². Así, países como el Reino Unido y Bélgica, que presentaron entre 1990 y 1992 unos aplazamientos de pago menores, obtuvieron, sin embargo, unos márgenes brutos más elevados²³. Según Roland Berger (1995), España se situaba en el modelo de “plazos

²¹ Por ello, el fondo de maniobra (negativo) también se relaciona inversamente con el margen bruto. Entre estas variables existe una correlación cercana al 85 por ciento.

²² Si se amplía la muestra de análisis a todas las formas comerciales (no sólo las grandes superficies) y todos los tipos de distribución (y no solamente la alimentaria), utilizándose los datos agregados de la base BACH, no se puede concluir que exista una relación inversa entre el margen bruto y el nivel de los plazos de pago a proveedores en las empresas europeas, dado que existen situaciones que impiden el ajuste estadístico de la nube de puntos que forman la relación entre las dos variables. Entre otros casos, las empresas holandesas y las PYME italianas poseen un bajo margen bruto y al propio tiempo unos reducidos plazos medios de pago, mientras que las empresas alemanas y las grandes empresas españolas combinan un alto margen bruto y unos elevados aplazamientos de pago a proveedores (Román, 1995: 108). Lo cual corrobora que las grandes empresas de distribución tienen poder de mercado y fijan simultáneamente cantidades y precios.

de pago largos-márgenes brutos bajos”, lo cual parece lógico si se considera que el coste implícito de la financiación de proveedores supone un “incremento” de los precios de compra de los productos, dado que se renuncia al descuento por pronto pago concedido por éstos.

A nivel europeo, existe una preocupación generalizada por la ampliación de los plazos de pago a proveedores y por el incumplimiento de los plazos pactados en casi todos los sectores económicos²⁴. En este sentido, en una Comunicación de la Comisión de las Comunidades Europeas²⁵, dentro del apartado sobre “Mejora del Entorno Empresarial” (pp. 15-16) se expone la intención de mejorar el marco jurídico de los plazos de pago entre empresas. La Comisión propuso dirigir una Recomendación a los Estados miembros, donde se tratara el derecho a percibir intereses de demora, los procedimientos de recurso en caso de las deudas no impugnadas y el fortalecimiento de la disciplina en materia de pagos por parte de la administración pública. De este modo, el 12 de mayo de 1995 la Comisión emitió una Recomendación relativa a los plazos de pago en las transacciones comerciales²⁶ (Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO), nº C 144, pp. 3-12, 10/6/1995), donde invitaba a los Estados miembros a adoptar las medidas jurídicas y prácticas necesarias con objeto de hacer respetar los plazos de pago contractuales en las transacciones comerciales entre empresas y autoridades públicas, y garantizar mejores plazos de pago en los contratos públicos, en los que además no existe homogeneidad

²³ Sin embargo, deben considerarse otras variables en esta relación. En este sentido, un estudio de la Escuela de Negocios Insead considera que los márgenes de beneficio de los grandes grupos británicos de distribución son muy superiores a los de las cadenas francesas, porque han logrado una mayor consolidación de sus marcas blancas (*Fuente: Actualidad Económica*, 22/5/1995).

²⁴ Según un estudio reciente (*European Late Payment Survey*, 1994 de Intrum Justitia), los retrasos medios en el pago registrados en el Reino Unido, Italia y Francia ascienden respectivamente a 23, 20 y 19 días. El citado trabajo afirma que, a nivel europeo, más de una tercera parte (36,3 por ciento) de los retrasos en el pago tienen carácter intencional, mientras que en el Reino Unido esa cifra asciende al 53,5 por ciento de los casos (Comunicación de 10/6/1995 de la Comisión de las Comunidades Europeas, p. 3). Por tanto, no se trata de un problema coyuntural. Su carácter estructural se deriva de un recurso sistemático a los retrasos en el pago por parte de determinadas empresas como una práctica normal de gestión de su tesorería.

²⁵ Comunicación relativa a la realización de un Programa integrado en favor de las PYME y del artesanado, COM(94) 207 final, Bruselas 3/6/1994.

²⁶ Por tratarse de una Recomendación no tiene carácter vinculante en los distintos Estados miembros, únicamente se les “exige” emitir un informe sobre las medidas adoptadas en relación con esta recomendación, antes del 31 de diciembre de 1997.

comunitaria²⁷. Posteriormente, la Comisión elaboró unos comentarios a los artículos de dicha Recomendación²⁸.

Una excesiva prolongación por parte de las empresas de distribución comercial, de sus plazos de pago a proveedores puede tener consecuencias negativas para la competitividad de las empresas proveedoras y su supervivencia a largo plazo, al deteriorarse su situación de tesorería, incrementarse sus gastos administrativos, y financieros (dado que aumentan sus solicitudes de fuentes de financiación con coste explícito) y reducirse consecuentemente sus beneficios. Además, los plazos de pago excesivos se propagan por “contagio” hacia todos los sectores de la economía.

A mayor aplazamiento de pagos, por otra parte, existe un mayor riesgo de impago asociado al volumen de crédito entre empresas²⁹. La solvencia de las empresas de distribución comercial se relaciona inversamente con sus plazos medios de pago a proveedores³⁰.

²⁷ Los plazos legales de pago en los contratos públicos varía entre seis meses en España y tres semanas en Dinamarca. En Bélgica, Francia e Italia los intereses por retraso se incorporan automáticamente a las facturas. El tipo de interés por demora en los plazos de pago acordados contractualmente, varía entre el 8 y el 15 por ciento (*Fuente: Actualidad Económica*, 23/11/1992: 85-86).

²⁸ Comunicación relativa a la Recomendación de la Comisión de 12 de mayo de 1995 sobre los plazos de pago en las transacciones comerciales, DO, nº L 127, pp. 19-22, 10/6/1995.

²⁹ Por ello, la aseguradora Crédito y Caución ha reducido su riesgo con el sector de la distribución que garantiza a través de las pólizas de riesgos comerciales, debido a la negativa de las reaseguradoras de aceptar nuevos compromisos (*Fuente: Expansión*, 29/10/1992).

³⁰ Cuando se analice la solvencia y liquidez de estas empresas, se constatará este hecho. Román (1994) demuestra que entre el período 1982-1991, el agregado “empresas españolas de comercio al por menor” tuvo su máximo nivel de solvencia, medido a través de la “ratio” de liquidez (Activo circulante/Exigible a corto), en el año 1985, ejercicio en el que el plazo medio de pago a proveedores fue menor. Y los niveles mínimos de solvencia en los años 1990 y 1991, cuando los plazos medios de pago eran los mayores de la serie. Las PYME -que pagan a sus proveedores a menores plazos- son más solventes que las Grandes Empresas. Además, en las Grandes Empresas se produce una disminución continuada de su solvencia desde 1985. Así, desde el año 1989 su “ratio” de liquidez se situaba por debajo de 1; cuando este cociente es inferior a 2 indica peligro de suspensión de pagos (Amat, 1991).

Además, algunos estudios han demostrado que en algunos Estados miembros existe un vínculo entre la brevedad de los plazos de pago y la eficacia de su sistema judicial (*Comunicación de la Comisión*, DO, nº L 127, 10/6/1995: p. 8)³¹.

Las diferencias que existen en las prácticas de pago en los distintos Estados miembros puede perjudicar la realización del mercado interior, produciéndose un efecto disuasorio sobre las empresas con elevados plazos de pago que deseen participar en las compras transfronterizas (Román, 1994).

Por todo ello, en el ámbito de la UE se estudian medidas que controlen la ampliación de tales plazos y su cumplimiento, así como que garanticen la solvencia de estas empresas. Actualmente, no existe homogeneidad en el ámbito de la UE, en esta materia³² (cuadro 2.1.), por lo que la Comisión Europea pretende armonizar en el futuro las distintas legislaciones nacionales sobre el pago a proveedores (*Comunicación de la Comisión*, DO, nº L 127, 10/6/1995).

³¹ En Alemania, Suecia, Noruega y Dinamarca, países cuyas prácticas comerciales se cuentan entre las mejores, se contempla el reembolso de los gastos judiciales a la parte ganadora.

³² Según los datos de la Comisión de las Comunidades Europeas, la media más elevada en los plazos de pago entre empresas se registra en Italia (90 días), mientras que en otros seis Estados miembros la situación se ha deteriorado (por ejemplo, en Alemania de 34 días se ha pasado a 43, en Bélgica de 45 a 57 días y en Francia de 57 a 70 días (*Comunicación de la Comisión*, DO, nº L 127, 10/6/1995).

En el sector de la distribución comercial, en los países del norte de Europa, los aplazamientos son menores que en los del Sur (Román, 1994). Por otra parte, de todos los países desarrollados con economía de mercado, tan sólo en Italia, Portugal y España se permite un aplazamiento "*sine die*" de los pagos. Todos los demás tienen regulados e incluso prohibidos estos aplazamientos. En Holanda, su Código de Comercio prohíbe vender un producto que previamente no haya sido pagado al fabricante, es decir, no permite ningún aplazamiento (*Fuente: Actualidad Económica*, 27/12/1993: 105).

	Ley Específica	Plazo regulado	Plazo usual	Interés de mora
Alemania (**)	No	No	30 días	Si (*)
Bélgica	No	No	90 días	No consta
Dinamarca	No	No	30 días	Si
Holanda	No	No	30 días	Si
Portugal	No	No	30-90 días	No consta
Francia	Si	Si	No consta	Si
Grecia	No	No	180 días	No consta
Italia	No	No	120 días	No consta
Reino Unido	<i>Prompt Payment Act</i>	Si	30 días	Si
España	En curso	Si	120 días	No

(*) Previa notificación.

(**) La legislación alemana proporciona una protección eficaz de los derechos del propietario-vendedor, a través de procedimientos ágiles y rápidos para la recuperación de la cosa vendida, pero no cobrada en las condiciones contractuales, y de la existencia de limitaciones a la posibilidad de revender los bienes comprados y no pagados. Este tipo de regulación puede facilitar la reducción de los aplazamientos de pago.

Cuadro 2.1.: Regulación de Pagos aplazados en la UE

Fuente: Documento realizado por la Comisión Europea, *El País*, 9/9/1994 y elaboración propia.

En España, se han estudiado diversas medidas para regular los aplazamientos excesivos en los pagos de las empresas de distribución comercial, que finalmente se han plasmado en la Ley de Comercio de diciembre de 1995 principalmente en la exigencia de documentar todo aplazamiento superior a 60 días mediante letra de cambio y en el cobro de un interés de demora sobre la deuda comercial superior al menos en un 50 por ciento al tipo de interés legal del dinero, por el retraso en el pago de la misma. Entre otras, las medidas que se han barajado se concretan en las siguientes:

1) Establecer un tope en la cuantía de los pagos aplazados en función de los recursos propios de cada gran superficie.

2) Promulgar una ley de plazos similar a la francesa donde se establezcan unos períodos máximos de aplazamiento de los pagos de entre 20 y 40 días según el producto de que se trate³³.

3) Elaborar una norma específica o introducir cambios en la Ley de Sociedades Anónimas que exijan intereses por retraso en el pago e incluso que fijen tipos de interés, para así lograr una mayor seguridad de cobro para los proveedores³⁴.

4) Determinar los documentos de pago a utilizar en función de los plazos acordados³⁵.

5) Obligar a las empresas de distribución comercial a suscribir una póliza de seguro por las cantidades cuyos plazos han sido aplazados, para ofrecer mayores garantías a los fabricantes y evitar los riesgos de los impagados.

6) Exigir avales de garantía³⁶.

³³ En Francia existe una norma que regula los plazos: la Ley sobre demora de los pagos de 1992. Dicho sistema rígido de plazos, en la práctica ha provocado un alargamiento de unos 11 días en los incumplimientos de los plazos de pago por las empresas de distribución francesas (*Fuente: El País*, 9/9/1994). Finlandia y Suecia, en proceso de integración a la UE, poseen también normas específicas para la regulación de los límites temporales de pagos en el comercio.

³⁴ El PSOE propuso unos intereses de morosidad de un 50 por ciento superior al tipo legal del dinero, el PP de un 25 por ciento superior al tipo legal y CIU una penalización por demora equivalente al coste del precio del aplazamiento (*Fuente: Actualidad Económica*, 20/9/1993: 34-35).

³⁵ Por ejemplo, un pagaré o documento cambiario cuando los plazos acordados excedan los 60 días (*Fuente: Expansión*, 6/10/1994). Para reducir los plazos, las empresas con posición dominante desarrollan sistemas de fechas fijas de pago, pagos centralizados (Cuervo, 1994, b: 231) y el sistema de Intercambio Electrónico de Datos (*Electronic Data Interchange, EDI*) (Sánchez Coll, A. 1994: "La empresa virtual: alianzas interempresas mediante el triángulo electrónico proveedor-fabricante-cliente, CITEC 94, Madrid).

³⁶ Por ejemplo, un aval bancario para cuentas de proveedores superiores a 10.000 millones de pesetas (*Fuente: Expansión*, 6/10/1994) o para pagos superiores a 120 días (*Fuente: El País*, 18/10/1994).

5) Fijar coeficientes de solvencia mínimos obligatorios similares a los establecidos para las entidades financieras.

En este campo, sin embargo, como en muchos otros, existe una gran diversidad de posturas, ya que si bien ciertos agentes económicos son contrarios a la regulación³⁷, otros la consideran estrictamente necesaria³⁸.

En cuanto a los efectos potenciales de una posible disminución en el periodo medio de pago a proveedores debido a su regulación, las cadenas de distribución, a cambio de dichos menores plazos medios de pago, podrían exigirles mayores descuentos, por lo que el efecto global en sus cuentas de resultados sería escaso al compensar el menor saldo financiero con un aumento en el margen de explotación. De este modo, cualquier disminución en los plazos medios de pago o en el fondo de maniobra negativo de las empresas de distribución comercial se haría a costa de aumentar el margen bruto, en un proceso cuyos efectos no son inmediatos, bien vía una disminución de los precios de compra a la industria mediante la concesión de mayores descuentos, bien a través de un aumento de los precios de venta, que

³⁷ Así, las grandes empresas de distribución comercial consideran que el pago aplazado es una parte más de los precios que se negocian entre los fabricantes y la gran distribución y según los términos de ese pago se puede fijar un precio u otro por el producto (*Fuente: El País*, 31/12/1994). El Ministerio de Economía rechazó los aspectos esenciales del proyecto de Ley de Comercio, por creer que se debe "dejar jugar al libre mercado" (*Fuente: Expansión*, 29/3/1995).

Igualmente, el Tribunal de Defensa de la Competencia (1995: 102-105) considera que se debe liberalizar este sector para un mejor funcionamiento del mercado, basado en una mayor competencia, que permita la expansión y modernización del sector, lo cual beneficiará al consumidor. La Asociación Española de Centros Comerciales también se manifiesta en contra de la regulación, como evidencian las campañas publicitarias que ha desarrollado en los medios de comunicación.

Sin embargo, a pesar de tales posturas contrarias, la Ley de Comercio fue finalmente aprobada en diciembre de 1995.

³⁸ Como la Federación de Industrias de Alimentación y Bebidas (FIAB). Considera esta situación enormemente perniciosa, porque provoca la "vampirización" de sus recursos financieros: "la financiación que necesita la industria alimentaria para crecer y modernizarse, se la tiene que dar a los grandes comerciantes para que crezcan ellos" (*Fuente: ABC*, 26/3/1995). La reciente asociación de 34 cadenas de supermercados españoles (ARDE, Asociación para la Reforma de la Distribución Española), cuyo objetivo se centra principalmente en "defender los intereses de las empresas nacionales de distribución frente al avance de los hipermercados extranjeros", también exige regulación de la distribución y del comercio, sobre todo en relación con los horarios comerciales y las licencias de apertura (*Fuentes: Expansión*, 27/9/1995; *Cinco Días*, 3/10/1995; *La Gaceta de los Negocios*, 3/10/1995; "Los supermercados cierran filas contra la Ley de Comercio", *Dinero*, N° 622, 9/10/1995: 36-37 y "Los super españoles contra los hiper franceses", *Actualidad Económica*, N°1947, 16/10/1995: 40-44).

repercutiría sobre el IPC de Alimentación. La dificultad de aumentar los precios de venta en el contexto actual, caracterizado por una mayor sensibilidad del consumidor al precio y una creciente presencia de la fórmula “discount”, provocaría posiblemente una presión aún mayor sobre los precios de los fabricantes (Roland Berger, 1995).

En los balances de las empresas de distribución comercial, una reducción de sus plazos medios de pago produciría un recorte de la financiación vía proveedores que obligaría a las empresas con estructuras financieras menos capitalizadas a recurrir al endeudamiento o a algún tipo de operación financiera (bonos convertibles o ampliación de capital); a sacrificar su tesorería; o a ambas medidas, dependiendo de la cuantía de sus necesidades de fondos.

Según la ley de Gresham aplicada a la regulación, los malos usos de la misma desplazan a los buenos (Boyer, 1992: 35-37), por lo que como alternativa a este continuo debate entre regulación *versus* no regulación, la Asociación Española de Codificación Comercial (Aecoc), en colaboración con la empresa Andersen Consulting y un grupo de profesionales pertenecientes a la industria y a la distribución, ha elaborado un Código de Buenas Prácticas Comerciales, es decir, un acuerdo marco que permite a fabricantes y distribuidores autorregular sus relaciones comerciales³⁹. Los “recientes” seguros de garantía a proveedores constituyen una respuesta a la necesidad de autorregulación del sector desde la iniciativa privada y sin interferencias públicas⁴⁰.

³⁹ Los principios básicos del Código son: cumplimiento de lo pactado, reciprocidad de lo pactado, no discriminación, transparencia y reconocimiento del comité de arbitraje y control. Existen reglas sobre la estandarización de los acuerdos comerciales, dentro de las cuales se especifican los siguientes conceptos relacionados con los plazos de pago: Plazo de pago, días de pago, fecha desde que empieza a contar el plazo, forma de pago acordada, plazo en el que la factura deberá obrar en poder del cliente (como máximo en los 15 días posteriores a la entrega de la mercancía), lugar de entrega de la factura, plazo de reclamaciones sobre la factura desde su entrega (plazo máximo de 30 días), condiciones para la aplicación del descuento por pronto pago y la tasa de interés de demora (de hasta 2 veces la tasa de interés legal vigente en ese momento) (*Fuente: Distribución Actualidad*, Junio 1994, 217: 25-28).

⁴⁰ Alcampo ha sido la primera empresa de distribución comercial que ha suscrito una póliza de seguro que cubre los posibles retrasos en sus pagos, con una cobertura de 7.500 millones de pesetas por riesgo (*Fuentes: Expansión*, 13/7/1995; *Cinco Días*, 13/7/1995 y *Gaceta de los Negocios*, 13/7/1995).

2.2.2. Períodos de maduración y plazos de pago a proveedores de las empresas de distribución comercial.

El período medio de pago a proveedores de la empresa cliente o los días de crédito de provisión que, por término medio, los proveedores conceden a la empresa, reducen la duración del ciclo de explotación de ésta (período de maduración). El período medio de maduración de la empresa (PMM) es el número de días que la empresa tarda en recuperar, por término medio, una unidad monetaria invertida en su ciclo de explotación (ciclo corto o ciclo dinero-mercancía-dinero), es decir, el tiempo que tardan en convertirse las disponibilidades productivas en disponibilidades financieras o “el tiempo que tarda en *madurar* una cantidad invertida en la empresa a corto plazo; esto es en las inmovilizaciones del ejercicio” (Fernández Pirla, 1972: 76)⁴¹. La unidad monetaria se aplica cuando se paga a proveedores, no cuando se compra, y por ello se descuenta el período medio de pago a proveedores (PM pago) del PMM, ya que aquellos conceden a la empresa unos días de crédito de provisión que disminuyen dicho período medio (cuadro 2.2.)⁴².

No obstante, el período medio de maduración de la empresa no debe entenderse como un concepto estático, ya que “en la empresa se dan tendencias

⁴¹ El ciclo de explotación está formado por el proceso en el que se adquieren los materiales inventariables, se almacenan hasta incorporarse al proceso de transformación, se realiza la fabricación, se obtienen los productos terminados, éstos son almacenados y vendidos a los clientes, a quienes se cobra inmediatamente o transcurrido cierto período de tiempo, lo que permite recuperar la liquidez para retribuir a los factores de producción. Fernández Pirla (1972: 73-97) ofrece un tratamiento original y pormenorizado de este tema.

⁴² $PMM = PM_{\text{almac.}} + PM_{\text{fabric.}} + PM_{\text{vta}} + PM_{\text{cobro}} - PM_{\text{pago}}$; $PM_{\text{pago}} = \frac{(\text{Acreed. Comerc.})^*}{\text{Compras a edto anuales}} \times 365$
 (Acreedores Comerciales)*= Saldo medio anual (Proveedores + Efectos Comerciales a Pagar).

Se calcula el saldo medio anual para intentar eliminar la posible heterogeneidad en los datos de las empresas que cierran su ejercicio económico en fechas distintas (31 de enero, 28 de febrero, 30 de junio o 31 de diciembre). Dado que, por falta de disponibilidad de datos no se puede aplicar el saldo medio ponderado mensual, que calculan habitualmente las empresas.

$$PMM = PM_{\text{almacenamiento}} + PM_{\text{venta}} + PM_{\text{cobro}} - PM_{\text{pago}} = \frac{(\text{Existencias Finales})^*}{\text{Incorporaciones Anuales}} \times 365 + \frac{(\text{Existencias Finales})^*}{\text{Ventas Anuales (Coste)}} \times 365 + \frac{(\text{Clientes + Efectos a cobrar})^*}{\text{Ventas Anuales (Precio Venta)}} \times 365 - PM_{\text{pago}}$$

evolutivas, unas veces de origen endógeno y otras como consecuencia de variaciones en el orden económico externo a la empresa, que influyen sobre dicha magnitud”⁴³ (Fernández Pirla, 1972: 77). En este sentido, toda empresa intenta que su *ritmo* de funcionamiento sea lo más rápido posible, o lo que es lo mismo, reducir al máximo su período de maduración⁴⁴. Para ello, se suelen desarrollar diversas políticas, entre las que destacan principalmente:

- Técnicas *just-in-time (JIT)* o “justo a tiempo”, heredadas de los japoneses, que inicialmente han sido aplicadas a la gestión de inventarios, para tratar de reducir al máximo el período medio de almacenamiento de las mercancías compradas, haciendo mínimo el nivel de existencias en almacén, de forma que las materias primas requeridas para el proceso de producción estén *justo* en el momento preciso en que se necesitan para dicho proceso (y no antes). Los almacenes automatizados han contribuido enormemente a lograr estos objetivos de “*stock cero*”⁴⁵.

- Actualmente, la filosofía *JIT* se ha extendido al proceso completo de producción (“producción ajustada”) (Ohno, 1991), de forma que las empresas mediante los sistemas de “producción en cadena”, tratan de reducir al mínimo sus períodos medios de fabricación, evitando los tiempos muertos y haciendo que los productos intermedios estén preparados para la fase siguiente, en el momento en que sean requeridos.

⁴³ Ante una elevación del tipo de interés, por ejemplo, la empresa tratará de imprimir una mayor celeridad a su giro, acortando consiguientemente su período de maduración y con ello el coste de oportunidad de la liquidez perdida.

⁴⁴ También deben considerarse los efectos que tienen las variaciones del período de maduración, sobre la estructura fija de la empresa. Así, un acortamiento en el período de maduración, al suponer un ritmo más acelerado en el proceso productivo, implica una depreciación más rápida de los equipos industriales y, consiguientemente, una pronta amortización de los mismos, con lo que la empresa dispondrá de unas fuentes supletorias de medios financieros procedentes de la amortización del activo fijo (Fernández Pirla, 1972: 77-78).

⁴⁵ La informatización en el área de la gestión de los centros de almacenamiento juega un papel muy importante en grandes empresas de distribución comercial, al poder controlar el inventario, las facturas, las órdenes de compras y la gestión de los *stocks* y las entradas y salidas de materias primas y productos. A este respecto, la empresa Sietam, primer conector y fabricante europeo de sistemas de manutención automatizados, se introdujo en el segmento de automatización de almacenes de grandes empresas españolas de distribución comercial en septiembre de 1994, y está consiguiendo acercarlas al “*stock cero*” (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 23/6/1995).

- Igualmente, las empresas con esta filosofía *JIT* intentan reducir sus existencias de productos finales en almacén, acortando de esta forma sus periodos medios de venta. Muchas empresas fabrican “bajo pedido”, evitando así existencias de productos finales en almacén.

- Por otro lado, una gestión adecuada de la cartera de clientes no debe centrarse únicamente en reducir el período medio de cobro, sino que debe considerar otros aspectos, por ser el crédito a clientes un componente financiero de la variable “producto” de *marketing*⁴⁶. Se deben comparar continuamente el coste de las condiciones de crédito al cliente⁴⁷ y el impacto que dicha política puede generar sobre la rentabilidad empresarial, en términos de incremento de ventas.

- Por último, las empresas tratarán de aumentar al máximo el número de días que median desde la obtención de las mercancías compradas hasta su pago efectivo, es decir su período medio de pago a proveedores.

⁴⁶ Según la *American Marketing Association* un producto “es algo que puede ser ofrecido a un mercado con objeto de satisfacer un deseo o una necesidad” de los consumidores, por lo que para saber que se incluye dentro de la variable “producto”, lo relevante es la percepción del consumidor sobre el mismo. Así, el producto se define a partir de las características físicas de sus componentes (“producto tangible”), de los servicios que lleva incorporados, entre los que se incluye el pago aplazado (“producto ampliado”), y de diversos elementos spicosociales e intangibles implícitos en el mismo (“producto genérico”).

⁴⁷ El coste de la política de crédito es función del propio coste de capital de la empresa en cuanto que implica la inmovilización de recursos, de los gastos de funcionamiento de los servicios de crédito, de los costes derivados de impagos y morosos consecuencia de dicha política y de la inflación que repercutirá en mayor cuantía cuanto mayor sea el plazo de cobro.

EMPRESAS	AÑOS	PM pago	PM almacena	PM venta	PM cobro	PMM	Rotación Exist. ⁴⁸
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	1991	71,38	76,07	55,98	44,30	104,97	6,52
	1992	70,53	82,48	60,16	46,29	118,40	6,07
	1993	71,89	81,71	59,60	47,15	116,58	6,12
	1994	78,52	81,86	58,44	46,10	107,88	6,25
PRYCA	1991	119,69	30,81	27,52	14,57	-46,79	13,26
	1992	121,26	31,73	28,28	13,21	-48,04	12,91
	1993	132,49	31,50	28,23	11,38	-61,38	12,93
	1994	123,67	30,93	27,80	11,39	-53,55	13,13
CONTINENTE	1991	133,51*	39,85*	35,95*	29,91*	-27,8*	10,15*
	1992	127,3	36,59	32,53	21,73	-36,45	11,22
	1993	133,59	39,01	34,73	13,77	-46,08	10,51
	1994	122,11	38,61	35,30	9,55	-38,65	10,34
ALCAMPO	1991	113,25	-	-	-	-	-
	1992	107,11*	40,13*	33,7*	0,83*	-32,45*	10,83*
	1993	103,58	38,29	31,97	0,86	-32,46	11,42
	1994	99,30	-	-	-	-	-
MERCADONA	1991	106,72	21,74	17,32	0,44	-67,21	21,08
	1992	111,71	22,81	17,92	10,50	-60,48	20,36
	1993	103,31	19,59	14,85	11,53	-57,33	24,58
	1994	99,00	-	-	-	-	-
MAKRO	1991	-	-	-	-	-	-
	1992	112,51*	45,62*	39,93*	1,52*	-25,43*	9,14*
	1993	100,06	38,94	34,25	0,69	-26,18	10,66
SABECO	1991	69,61	30,07	25,85	4,33	-9,36	14,12
	1992	70,99	29,79	24,76	3,48	-12,96	14,74
	1993	71,44	27,58	23,12	2,79	-17,95	15,79
	1994	74,92	28,39	25,37	11,82	-9,34	14,39
SIMAGO	1991	114,98	42,31	30,88	2,52	-39,27	11,82
	1992	121,54	51,98	38,92	1,26	-29,39	9,38
	1993	111,46	53,86	39,7	0,24	-17,65	9,19
UNIDE	1991	70,24	-	-	-	-	-
	1992	87,15*	25,48*	24,13*	30,11*	-7,42*	15,13*
	1993	79,36	24,19	22,92	28,05	-4,21	15,93

* Por falta de datos del ejercicio anterior, los períodos medios y rotaciones no se han calculado a partir de saldos medios.

$$^{48} \text{Rotación de Existencias} = \frac{\text{Ventas anuales (Coste)}}{(\text{Existencias Finales})^*}$$

La rotación de existencias es el número de veces que las ventas del período contienen a las existencias, es decir, el número de veces que la facturación permite renovar ese activo circulante.

EMPRESAS	AÑOS	PM pago	PM almacena	PM venta	PM cobro	PMM	Rotación Existen.
CAPRABO	1991	70,45	34,42	27,62	7,87	-0,54	13,22
	1992	69,53	33,34	25,93	3,84	-6,42	14,08
	1993	68,10	30,84	25,65	2,74	-8,87	14,23
	1994	71,62	30,98	26,87	5,36	-8,41	13,59
CORTEFEL	1991	119,11	167,64	103,12	77,74	229,38	3,54
	1992	152,01	173,74	105,68	69,54	196,95	3,45
	1993	121,58	183,28	107,87	53,68	223,24	3,38
	1994	123,59	189,89	112,78	49,05	228,13	3,24
GALERIAS PRECIADOS	1991	97,23	100,79	63,35	2,99	69,9	5,76
	1992	138,23	112,95	64,24	8,67	47,63	5,68
	1993	-	-	-	-	-	-
EROSKI	1991	167,93*	35,03*	29,01*	2,62*	-101,27*	12,58*
	1992	-	-	-	-	-	-
	1993	-	-	-	-	-	-
	1994	118,88	30,28	-	20,27	-38,06	12,06
DATOS AGREGADOS** Período Medio de Pago		1990	1991	% Var. s/ 90	1992	1993	% Var. s/ 92
500 Empresas ***		89,18	94,84	6,35	87,89	103,04	17,24
50 Empresas		90,30	98,30	8,86	89,08	109,97	23,45
10 Empresas		97,74	108,77	11,29	99,70	120,66	21,02
3 Empresas		-	-	-	106,49	129,11	21,24

* Por falta de datos del ejercicio anterior, los períodos medios y rotaciones no se han calculado a partir de saldos medios.

** Los cálculos referentes a los periodos de pago y rotaciones, de los agregados de empresas han sido realizados por IBD (1995): *Anuario Financiero de la Distribución*, Barcelona.

*** En los años 1990 y 1991, los datos agregados se refieren a las 550 empresas con mayor volumen de ventas.

Cuadro 2.2.: Período Medio de Maduración (PMM) y Períodos Medios (PM) de Pago a proveedores, de almacenamiento, de venta y de cobro a clientes (número de días), a partir de datos de balances de situación y cuentas de resultados. Años 1991, 1992, 1993 y 1994.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, 1995; Registro Mercantil y elaboración propia.

Una de las consecuencias más importantes del poder de mercado de las empresas de distribución comercial frente a sus proveedores, como ya se había indicado, se refleja en los elevados plazos medios de pago a los mismos (véase Anexo 2.1). Esta cuestión ha sido resaltada por un estudio de la Comisión Europea; según el cual las grandes empresas abusan de su posición de fuerza para imponer a sus proveedores de menor tamaño plazos de pago cada vez más prolongados. Además, en períodos de recesión económica, deciden unilateralmente prolongar de manera sustancial dichos plazos, con lo cual las grandes empresas proveedoras “trasladan” a las pequeñas estos aplazamientos excesivos, produciéndose un círculo vicioso de los plazos de pago (Documento de trabajo de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre los plazos de pago en las transacciones comerciales, SEC (92) 2214 final 18 de noviembre, 1992, Bruselas)⁴⁹.

Por ello, el creciente grado de concentración en dicho sector (véase el apartado 1.2. de este trabajo), al ser un factor estructural que incide directamente en el incremento del poder de mercado de las grandes empresas de distribución comercial, contribuye a la prolongación de los plazos de pago en el sector. Los plazos de pago dependen del poder de negociación de las partes. En este sentido, se constata una relación directa entre el tamaño de la empresa de distribución comercial (medido a través de sus ventas totales) y el plazo medio de pago a sus proveedores (gráfico 2.6)⁵⁰. La anomalía observada en el gráfico 2.6, cuando el volumen de ventas es de 725.127 millones de pesetas, corresponde a los grandes almacenes El Corte Inglés, que poseen un período medio de pago relativamente reducido respecto al resto de grandes empresas de distribución (en su mayoría hipermercados). Ello se debe

⁴⁹ “Los plazos de pago son un elemento necesario en una economía de mercado” (Ibíd., págs. 7-8). Su existencia se justifica porque contribuyen a facilitar el comercio, suplen las deficiencias de los mercados financieros; ya que éstos, en ocasiones, no satisfacen las necesidades de financiación a corto plazo de las empresas -el crédito interempresarial constituye una alternativa o un complemento al crédito bancario, oneroso y, muchas veces, difícil de obtener por las pequeñas y medianas empresas del sector de la distribución comercial-.

⁵⁰ Román (1995: 97) calculó el período medio de pago a proveedores de las grandes empresas y de las PYME españolas de comercio al por menor, durante el período 1982-1991, siendo respectivamente de 99,72 y de 72,48 días.

principalmente, a que la mayoría de los proveedores de El Corte Inglés son empresas fabricantes de su propio grupo.

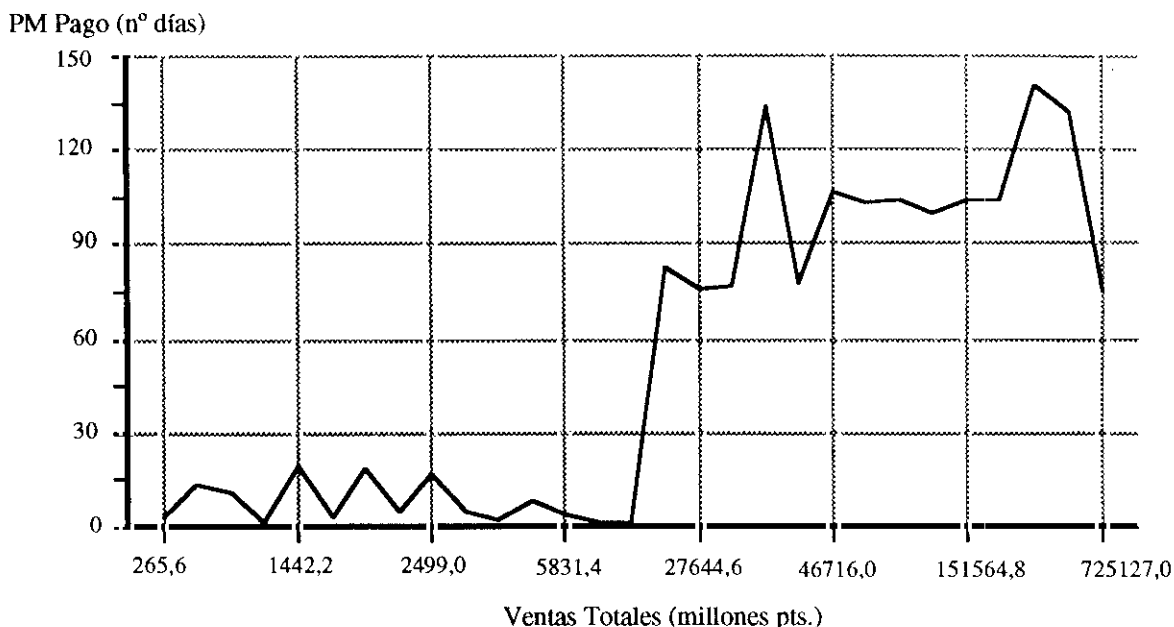


Gráfico 2.6.: Relación entre ventas totales y el plazo medio de pagos a sus proveedores, 1993⁵¹.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, 1995.

También, y de forma relacionada, se constata una relación inversa entre el aplazamiento de pagos que conceden las empresas proveedoras y su propia dimensión, medida a través del volumen de ventas⁵².

⁵¹ La muestra analizada se compone de las 15 empresas españolas de mayor volumen de ventas en el ejercicio 1993, y de las 15 empresas de menor plazo medio de pago a proveedores en dicho ejercicio. No se han considerado las empresas de menor volumen de facturación, porque en su gran mayoría se trata de empresas con pérdidas y cercanas a la suspensión de pagos, por lo que difícilmente pueden hacer frente a sus pagos (entre otras, es el caso de Canales Hermanos S.L., Mercabolsa S.A., Alimentación 7 S.A. y Majife S.A., cuyas cifras de negocios fueron respectivamente de 3.558, 57.191, 94.254 y 145.159 miles de pts. y sus plazos medios de pago 208.401,7; 1.146,99; 857,09 y 816,21 días -cálculos realizados por IBD (1995): *Anuario Financiero de la Distribución 1993*, Barcelona.).

⁵² Los datos de un estudio realizado por el profesor M. Dietsch, del Instituto de Estudios Políticos de Estrasburgo, sobre una muestra de 86 empresas proveedoras de la UE, reflejan que para las firmas que facturan más de 60.000 millones de pesetas, los pagos se hacen a 30-45 días; cuando se

En algunas empresas de distribución comercial, la duración de su período medio de maduración llega a ser negativa, dados sus elevados plazos medios de pago a proveedores. Además, no existe período medio de fabricación por tratarse de empresas comerciales, y la mayor parte de las ventas se suelen cobrar al contado (en el cuadro 2.2. se muestran los reducidos plazos medios de cobro en la mayoría de estas empresas).

2.2.3. Análisis del Fondo de Maniobra de las empresas de distribución comercial.

El ciclo productivo de explotación y el ciclo comercial de la empresa requieren un soporte financiero que proporcione el capital necesario -capital circulante- para la consecución de los objetivos, manteniendo un equilibrio financiero⁵³. Conocido el período medio de maduración de la empresa (PMM días), el mantenimiento de la continuidad de la producción exige, consiguientemente, que la empresa disponga de medios financieros para ser invertidos durante dichos días en el pago de las materias primas, mano de obra y los demás gastos que dicha continuidad en el proceso productivo exigen.

Si el coste diario que la empresa ha de soportar para mantener su nivel productivo es k pesetas⁵⁴, el capital circulante de la empresa será:

$$k. PMM = (sp_s + mp_m + gp_g).PMM,$$

trata de proveedores con facturación en torno a 40.000 millones de pesetas, se paga a los 60-75 días. Finalmente, a las empresas más pequeñas, con facturación en torno a 10.000 millones de pesetas, les pagan entre los 90 y los 100 días (*Fuente: El País, 9/2/1992*).

⁵³ “La financiación de la empresa comprende dos aspectos fundamentales: la dotación de los fondos necesarios para la adquisición de las inmovilizaciones técnicas y la aportación de los fondos concretados en bienes de capital circulante, esto es, las llamadas inmovilizaciones del ejercicio” (Fernández Pirla, 1972: 88).

⁵⁴ Siendo $k = sp_s + mp_m + gp_g$; s cantidad de primeras materias y p_s su precio unitario; m número de jornadas trabajadas incorporadas diariamente al proceso productivo, g módulo de gastos generales de producción consumidos diariamente, y p_m y p_g sus respectivos precios unitarios.

cantidad que se encontrará "invertida" en primeras materias almacenadas, mano de obra pagada, productos en curso de fabricación, productos terminados y en créditos contra clientes (Fernández Pirla, 1972: 89).

Parte de este capital circulante que la empresa ha de mantener para, dentro de la dimensión que tiene, sostener su nivel de actividad, teniendo en cuenta la duración de su período medio de maduración, ha de ser financiado por los capitales permanentes de la empresa (estos son, el capital propio y los recursos ajenos a largo plazo) a efectos de salvaguardar su solvencia financiera. Esa cantidad será igual a la diferencia entre la totalidad de su capital circulante y la parte del mismo que pueda ser obtenida a crédito. Es decir, el gasto diario que la empresa ha de soportar para mantener su ritmo de producción puede dar lugar a un pago inmediato o puede, por el contrario, admitir un diferimiento, no obligándose entonces la empresa a mantener unas disponibilidades iguales al volumen de gastos (*créditos de provisión*). Si representamos por x_1 , x_2 , x_3 , respectivamente, los períodos de aplazamiento o tiempos que por término medio transcurren entre la realización del gasto, es decir, la incorporación al proceso productivo de las primeras materias, mano de obra o gastos generales de producción, y el momento de su pago, la empresa no tendrá necesidad de financiar su proceso productivo en cuanto a circulante se refiere durante el período PMM, sino que tendrá tan sólo que financiar la adquisición de primeras materias durante el tiempo ($\text{PMM} - x_1$), la mano de obra durante el tiempo ($\text{PMM} - x_2$), y los gastos generales de producción durante el período ($\text{PMM} - x_3$). Por tanto, la cantidad de recursos permanentes con que la empresa debe contar para mantener su nivel productivo -fondo de maniobra mínimo o necesario- será (Fernández Pirla, 1972: 91):

$$\text{FM} = sp_s(\text{PMM} - x_1) + mp_m(\text{PMM} - x_2) + gp_g(\text{PMM} - x_3)$$

Se le denomina "Fondo de Maniobra Mínimo o Necesario" por ser el volumen de fondo de maniobra que permite cubrir las necesidades de la explotación normal de la empresa, teniendo en cuenta los límites del endeudamiento a corto plazo, esto es, la financiación de las existencias en almacén más el crédito a clientes, de la que se deduce el aplazamiento de pago concedido por los proveedores (Fondevila, 1985)⁵⁵.

⁵⁵ Según Bachiller *et al.* (1982: 75), el fondo de maniobra mínimo que la empresa debe tener para no entrar en suspensión de pagos es igual a: $\text{FMM} = \text{PMM} \cdot P + t$; siendo PMM=número medio

Además del fondo de maniobra mínimo o necesario calculado a partir del PMM, también se puede determinar el fondo de maniobra existente a partir de la situación patrimonial reflejada por el balance de situación⁵⁶. Este admite la interpretación de *stock* de seguridad o saldo mínimo de capitales permanentes que deben financiar una parte del activo circulante para garantizar la solvencia financiera de la empresa. Ya que, en principio, debe existir una correspondencia entre la naturaleza y funcionalidad de los capitales económico y financiero del patrimonio empresarial, de forma que el activo fijo esté financiado con capitales permanentes y el activo circulante con créditos a corto plazo. Sin embargo, una relación exacta entre los componentes activos y pasivos de los capitales permanentes y circulantes podría dar lugar a que eventuales desfases entre los ciclos de cobros y pagos condujeran a situaciones de insolvencia temporal; por lo que se requiere un fondo de maniobra que cubra dichos desfases ; es decir financiar una parte de sus activos circulantes con recursos de una mayor permanencia.

Por otro lado, la separación y el equilibrio entre los ciclos largo⁵⁷ y corto⁵⁸ no debe entenderse de una forma “rigurosa”, dado que entre ellos existe cierta interrelación: El pasivo debe financiar aquellas partidas de activo cuya conversión en liquidez (en valor y en tiempo) se corresponda con la exigibilidad de las fuentes de financiación (Bachiller *et al.*, 1982)⁵⁹. En algunas empresas, como es el caso de las

de días que la empresa tarda en recuperar una unidad monetaria invertida en ciclo de circulante; $P = \text{Gasto diario en el ciclo de explotación, que supone pago; y } t = \text{cierto nivel de tesorería de seguridad.}$

⁵⁶ $FM = \text{Fondos Propios} + \text{Deuda L/P} - \text{Activo Fijo} = \text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tesorería} - \text{Deudas a C/P} = \text{Activo circulante} - \text{Pasivo circulante.}$

⁵⁷ El ciclo largo o de las inversiones es el tiempo medio que se mantiene la inversión derivada de la adquisición de la maquinaria y otros activos fijos, que se incorporan al coste del ejercicio mediante las amortizaciones, hasta el momento en que son reemplazadas por otras de igual funcionalidad. Por lo que su duración depende de la vida útil de los activos inmovilizados.

⁵⁸ Toda empresa debe buscar un equilibrio entre sus dos ciclos reales: el corto y el largo; esto es, debe mantener una relación adecuada entre sus inversiones circulantes y fijas, que dependerá de factores como el tipo de actividad y tamaño de la empresa, las características de los activos productivos y el nivel tecnológico, entre otros. Teniendo presente además, que las posibilidades de endeudarse a largo plazo están ligadas a sus activos permanentes, mientras que las posibilidades de endeudarse a corto se vinculan con la actividad de la explotación (Fernández Pirla, 1972).

⁵⁹ Existe conexión entre corto y largo plazo, dado que cualquier desequilibrio a corto plazo, a la larga, repercute sobre el equilibrio total de la empresa (Fondevila, 1985):

de distribución comercial, los créditos de provisión constituyen una fuente financiera que se obtiene de una manera prácticamente “automática”, es decir, “no es negociada”, dado el poder que ostentan dichas empresas frente a sus proveedores⁶⁰, y su duración sobrepasa las necesidades de financiación del ciclo de explotación de la empresa, por lo que dicho “excedente” se emplea para financiar inmovilizado⁶¹. De ahí que, habitualmente, su fondo de maniobra o rotación sea negativo.

De este modo, en condiciones normales de gestión empresarial, se propone que para que una empresa tenga una situación financiera saneada o equilibrada, su fondo de maniobra haya de ser positivo, es decir, el activo circulante debe ser superior al pasivo circulante; con lo cual, un fondo de maniobra negativo puede conducir a la empresa a la suspensión de pagos (Suárez, A. 1993)⁶². Sin embargo, aún cuando la empresa posea un fondo de maniobra negativo, puede estar en equilibrio, e incluso en expansión y con elevada rentabilidad, siempre que sea capaz de afrontar sus obligaciones de pago con garantías suficientes mediante créditos a corto plazo; porque éstos sean de renovación automática y asegurada, sus condiciones de cobro y pago estén consolidadas y el ritmo normal de cobros de la empresa sea superior al de pagos⁶³. De ahí la necesidad de calcular su “período medio de rotación

- El coeficiente de autonomía a largo afecta a la expansión de la empresa a largo plazo, implicando problemas de inversión o de autofinanciación.

- Y el coeficiente de autonomía a corto término, afecta a la expansión de la empresa a corto plazo, implicando problemas de comercialización y organización de la explotación.

⁶⁰ Los créditos de provisión son aquellos créditos a corto plazo ligados a la propia actividad productiva de la empresa, obtenidos al aprovisionarse, y que dependen de múltiples variables; entre otras, la política financiera y aversión al riesgo de la empresa, el sector donde opere y su poder frente a proveedores. Su origen reside en la no simultaneidad entre la recepción de las mercancías y el pago de las mismas. Y en principio, se otorgan únicamente para financiar determinadas partidas del activo circulante.

⁶¹ Cuando se analice la estructura económico-financiera, y en concreto sus Estados de Origen y Aplicación de Fondos, se percibirá cómo estas empresas financian su desarrollo sin incrementar sus fondos propios y sin acudir a la financiación bancaria.

⁶² Por otro lado, la empresa mediante su gestión de tesorería, entre otros objetivos, pretende reducir el fondo de maniobra, liberando así recursos financieros inmovilizados en inversiones en circulante que pasan a ser innecesarias, y determinar el nivel óptimo de liquidez, evitando las rupturas de la caja y reduciendo los excesos de liquidez (Cuervo, 1994, b: 230).

⁶³ Ya que, en palabras de Gutenberg (1964: 141), “el equilibrio existe cuando los medios financieros son equivalentes a las necesidades originadas por las obligaciones vencidas, o son mayores que esta demanda. Por contra, toda reserva de liquidez que exceda las necesidades para el

de la tesorería” o “días de caja”, es decir, el número medio de días durante los cuales la empresa podría hacer frente a sus pagos habituales sin realizar ningún cobro⁶⁴.

En definitiva, el fondo de maniobra o de giro, determinado a partir de un balance en un momento concreto, representa la parte positiva o **negativa** del patrimonio cuya permanencia en la empresa es inferior a un período anual de la empresa, lo cual sólo permite obtener una visión parcial y estática de la situación financiera empresarial⁶⁵. En relación con la solvencia de la empresa, un fondo de maniobra negativo indica un mayor grado de endeudamiento a corto plazo, lo cual supone un mayor riesgo de insolvencia técnica en la empresa. Pero ello no es suficiente para obtener conclusiones definitivas. Habrá que recurrir a otros conceptos para determinar su nivel de solvencia, como los “días de caja” y la cobertura de “stocks”, y proceder a un análisis cualitativo del origen de ese endeudamiento a corto plazo; dado que los recursos financieros necesarios a corto plazo están en función de la confianza que la empresa ofrece a sus acreedores, de los gastos de financiación a corto plazo y de su capacidad de generar recursos líquidos. La autonomía financiera a corto plazo de la empresa puede determinarse a través de sus “días de caja”, dado que éste es un indicador del saldo de seguridad que la empresa tiene en tesorería para hacer frente a todos los costes que le suponen pagos.

Luego, “no existe un fondo de rotación *ideal*⁶⁶, ya que su cuantía depende del tipo de empresa, de la fase en la que se encuentre dentro de su ciclo de vida o,

mantenimiento del equilibrio financiero sobrepasará la medida de liquidez óptima, y ésta depende de la magnitud del riesgo”.

$${}^{64} \text{PM Tesorería} = \frac{(\text{Tesorería}) * x 365}{\text{Gastos anuales}}$$

⁶⁵ Así, de una correcta interpretación del fondo de maniobra (FM), se llega a estas tres situaciones financieras saneadas: 1) Cuando el FM=1, la empresa financia el activo circulante con los recursos de terceros a corto plazo (créditos, acreedores,...); 2) cuando el FM>1, financia una parte del activo circulante con recursos a largo plazo (a menudo, con recursos propios) y 3) cuando el FM<1, financia parte del inmovilizado con recursos ajenos a corto plazo (Fondevila, 1985: 112). El Fondo de Maniobra negativo puede conducir a la empresa a la suspensión de pagos, aunque en realidad, únicamente indica que una parte del activo inmovilizado se financia con recursos a corto plazo (Fernández Alvarez, 1994: 177).

⁶⁶ Urquijo (1963: 55, 58) considera que la unidad es el valor ideal de la relación “Disponible + Créditos a corto plazo/Exigible a corto plazo”. Sin embargo, Helfert (1967: 60) y Fondevila (1985: 116) no están de acuerdo; y Willer (1966: 61) critica la errónea postura de algunos analistas (entre

incluso, del momento concreto de su ciclo de explotación anual, en los casos en los que su actividad tenga un fuerte componente estacional” (Fernández Alvarez (Ed.), 1994: 122)⁶⁷. Numerosas empresas de distribución comercial tienen un fondo de maniobra negativo -cuadro 2.3. y Anexo 2.3.-⁶⁸, sin que signifique un riesgo de suspensión de pagos⁶⁹. Son empresas con una rotación alta de las existencias, que conceden créditos de escasa importancia, dado que sus clientes pagan al contado o a plazos muy reducidos, lo que les dota de una posición de gran liquidez; y que, al propio tiempo, imponen a sus proveedores y acreedores unas condiciones de pago a mayores plazos, lo que hace que su pasivo circulante tenga una permanencia tal que se pueda emplear por ellas para financiar todo el activo circulante e incluso la expansión de su activo fijo, pasando su fondo de maniobra a ser negativo. De este modo, en el cuadro 2.4. se muestran los períodos medios de caja de las principales empresas del sector, relativamente elevados considerando que no necesitan disponer de un elevado saldo líquido de seguridad, dado que suelen cobrar al contado la gran mayoría de sus ventas⁷⁰. Es útil a ese respecto determinar la *tesorería neta* de la

otros, Amat, 1991) que consideran como estándar inflexible el coeficiente “Activo circulante/Pasivo circulante” igual a 2.

⁶⁷ El nivel satisfactorio del fondo de maniobra depende de circunstancias internas y externas de la empresa (crecimiento, estabilidad o estancamiento, depresión, tasa de inflación, condiciones crediticias, estructura del sector, etc.), del binomio resultados esperados-nivel de riesgo asociado a cada alternativa y del grado de aversión al riesgo del empresario (Durán Herrera, Prólogo en Bachiller *et al.*, 1982). Por ello, el porcentaje de fondo de maniobra sobre el total del activo difiere de unos sectores económicos a otros (Bachiller *et al.*, 1982: 34).

⁶⁸ Lo cual no sólo ocurre en las empresas de distribución comercial españolas, ya que las europeas (de Alemania, Bélgica, Francia, Inglaterra e Italia) en el año 1992 también operaban con un fondo de maniobra negativo, siendo las españolas y las inglesas las que presentaban los valores mayores negativos (Roland Berger, 1995).

⁶⁹ Sin embargo, conviene recordar que en este sector, el riesgo de insolvencia es mayor que en otros, debido precisamente al “excesivo” endeudamiento a corto plazo de las empresas. En este sentido, son representativas las recientes suspensiones de pagos de algunas empresas de distribución comercial cuyos fondos de maniobra eran negativos (véase Anexo 2.4.).

⁷⁰ En este sentido, la distribución española, a pesar de operar con un fondo de maniobra negativo, presentaba en 1992 una liquidez inmediata similar a la de otros países europeos (la relación entre disponible y exigible total a corto era del 25 por ciento en España y del 22,6 en Europa). Además, durante los últimos años (1990-1993) los líderes españoles de la distribución comercial han aumentado progresivamente la cobertura de su exigible a corto plazo casi un 18 por ciento, disminuyendo para ello el volumen de su fondo de maniobra negativo (un 35 por ciento). Adicionalmente, el potencial de financiación disponible y no utilizada por los detallistas líderes españoles es suficiente para garantizar su exigible a corto plazo (el disponible sobre el exigible total a corto es del 25 por ciento) (Roland Berger, 1995).

empresa, esto es, la diferencia entre el fondo de maniobra real y el fondo de maniobra mínimo, que mide la capacidad de expansión que tiene la empresa en un momento dado, si aquella es positiva; o el déficit de financiación de sus inversiones fijas, si es negativa (Urías, 1992: 207).

EMPRESAS	1990	1991	1992	1993	1994
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	79.070.000	105.234.000	119.358.000	131.447.000	114.267.000
PRYCA	-27.988.000	-44.680.000	-36.071.000	-34.763.000	-38.107.000
CONTINENTE	-	-34.921.000	-40.792.203	-42.425.179	-51.428.000
ALCAMPO	-	-	-33.438.206	-24.285.592	-
MERCADONA	-18.297.377	-28.202.443	-30.930.465	-28.598.010	-
MAKRO	-	-	-6.755.146	-8.796.124	-
SABECO	-1.064.764	2.761.419	1.330.670	1.256.402	-31.115.000
SIMAGO	-8.166.487	-11.314.675	-10.713.182	-8.170.465	-
UNIDE	-	-	-243.325	295.183	-
CAPRABO	976.944	490.605	1.531.826	-1.724.720	-2.685.961
CORTEFIEL	7.744.000	7.810.000	8.365.000	9.651.000	10.283.000
GALERIAS PRECIADOS	-5.948.551	-13.367.217	-28.153.910	-	-
EROSKI	-	-15.842.301	-	-	-37.330.134
DATOS MEDIOS DE LOS AGREGADOS					
500 EMPRESAS *	-216.713,5	-336.512,7	-340.484,3	-383.589,6	-
50 EMPRESAS	-2.468.544	-3.497.680	-3.275.564,6	-3.622.774,4	-
10 EMPRESAS	-10.565.999	-14.400.400	-12.840.565	-15.236.614	-
3 EMPRESAS	-	-	-31.319.074	-33.824.600	-

* En los años 1990 y 1991, los datos agregados se refieren a las 550 empresas con mayor volumen de ventas.

Cuadro 2.3.: Fondo de Maniobra o Rotación (miles pts.) a partir de los datos de los balances de situación (FM = Activo circulante - Pasivo circulante). Años 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, 1995; Registro Mercantil y elaboración propia.

EMPRESAS	1991	1992	1993	1994
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	10,95	9,18	12,29	12,99
PRYCA	4,45	4,26	3,88	4,96
CONTINENTE	18,0*	11,51	6,58	4,97
ALCAMPO	–	2,97*	4,04	–
MERCADONA	0,76	4,61	5,51	–
MAKRO	–	7,60*	4,46	–
SABECO	12,58	11,92	10,84	11,68
SIMAGO	6,40	2,46	2,24	–
UNIDE	–	0,79*	4,65	–
CAPRABO	12,43	9,2	7,15	9,26
CORTEFIEL	21,36	27,15	33,14	15,52
GALERIAS PRECIADOS	3,11	2,18	–	–
EROSKI	18,91*	–	–	26,25

Suponemos que todos los costes que aparecen en las cuentas de resultados están pagados, es decir, son gastos.

* Por falta de datos del ejercicio anterior, los períodos medios no se han calculado con saldos medios.

Cuadro 2.4.: Período Medio de Tesorería o de Caja.

Fuente: Registro Mercantil, *Anuario Financiero de la Distribución*, 1995 y elaboración propia.

En definitiva, las decisiones financieras que determinan la cuantía y composición del fondo de maniobra afectan a las siguientes áreas funcionales o de gestión: financiación a corto plazo y gestión de tesorería, clientes e inventarios. La primera como síntesis de las decisiones relativas al pasivo circulante⁷¹, y las tres últimas como categorías de la inversión en circulante⁷².

⁷¹ Dentro del pasivo circulante se engloba financiación a corto plazo con coste explícito (deudas con entidades de crédito y acreedores no comerciales) y financiación a corto con coste implícito (acreedores comerciales). Estas últimas decisiones financieras se analizarán en el apartado siguiente.

⁷² Las decisiones de inversión en circulante se estudiarán en el epígrafe 2.2.5. “Gestión de la tesorería y de otros circulantes”.

2.2.4. Financiación de proveedores: su coste implícito.

Los créditos de provisión de una empresa constituyen una fuente de financiación a corto plazo sin coste explícito, caracterizada por su espontaneidad y flexibilidad, dado que su disponibilidad es inmediata al representar una forma continua de crédito que no es preciso acordar formalmente. Por ello, en ocasiones, se comete el error de considerar los créditos de proveedores, “recursos financieros gratuitos”, lo cual no es cierto dado que suponen un coste implícito para la empresa, equivalente al coste de oportunidad asociado al descuento por pronto pago al que la empresa renuncia, y que depende de la estructura de tipos de interés y de las condiciones de renovación de los créditos⁷³. Además, también se debe considerar el coste de oportunidad asociado a un posible deterioro en la reputación crediticia de la empresa si se demora en el pago de las cuentas a pagar.

El coste anual implícito del crédito comercial puede calcularse mediante la siguiente expresión (Bachiller *et al.*, 1982: 166):

$$\text{Coste financiación proveed. (anual)} = \frac{\% \text{ dto. por pronto pago}}{100\% - \% \text{ dto. por pronto pago}} \times \frac{365}{\text{Período de pago} - \text{Período de dto.}}$$

En esta expresión, la primera fracción expresa el coste clásico de la financiación correspondiente al período de financiación, que es el aplazamiento de pago asociado al no disfrute del descuento por pronto pago. Si la empresa paga dentro del período de descuento, obtiene financiación sin coste alguno, puesto que el pago en cualquiera de los días de ese período da derecho a igual descuento (Bachiller *et al.*, 1982: 166). Igualmente, se deduce que el coste de la financiación de proveedores será nulo cuando no haya previsto un descuento por pronto pago. Sin embargo, dentro del coste de la financiación de proveedores, también deben considerarse los “intereses ocultos” que, debido a los aplazamientos de pagos, los

⁷³ García y Cisneros (1994) estudian en qué medida a la empresa le puede convenir o no hacer uso de la financiación de proveedores y su repercusión en la rentabilidad financiera de la empresa.

proveedores cargan en los precios de los productos suministrados para rehacerse de sus propios gastos de financiación y del riesgo de impago (Fondevila, 1985).

Este tipo de financiación sin coste explícito, les permite prescindir de la necesidad de acudir a la financiación bancaria -ya sea a través de préstamos o mediante el descuento comercial⁷⁴-, lo cual supone un importante ahorro de gastos financieros (el cuadro 2.5. muestra cual es el coste financiero por cada 100 unidades monetarias vendidas).

(en %)	1990	1991	1992	1993	1994
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	0,7236	0,9352	1,0934	1,2466	0,9571
PRYCA	0,0566	0,0389	0,2276	0,1951	0,1697
CONTINENTE	—	0	0,7151	0,5989	0,4247
ALCAMPO	—	—	0,3214	0,3345	—
MERCADONA	1,2276	2,9746	1,0116	0,6986	—
MAKRO	—	—	0,0413	0,0539	—
SABECO	0,1136	0,1694	0,1307	0,0937	0,0724
SIMAGO	2,3841	2,6809	2,9379	3,0474	—
UNIDE	—	—	0,8287	0,6553	—
CAPRABO	0,0204	0,1221	0,1983	0,2327	0,2102

Cuadro 2.5.: Evolución del % de gastos financieros sobre ventas de las principales grandes empresas de distribución comercial. Años 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994.

Fuente: Registro Mercantil, Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

Si el crédito comercial no estuviera vinculado a ninguna transferencia de fondos o modificación del comportamiento de las empresas en sus relaciones

⁷⁴ En los últimos años se aprecia una disminución, o incluso una ausencia generalizada, de este tipo de financiación en las grandes empresas de distribución comercial. Así, El Corte Inglés tuvo unas Deudas con Entidades Financieras por Efectos Descontados de 1.428, 1.121 y 835 millones de pesetas en los ejercicios 1991, 1992 y 1993, respectivamente (*Fuente: Informes de gestión anuales*).

comerciales, es decir, si tuviera un comportamiento neutral, implicaría (Fernández, A.I., 1992: 92-93):

1) Automaticidad del crédito. La magnitud del mismo vendría determinada por la magnitud de la cuenta que lo origina: compras o ventas, ajustándose a las mismas de forma pasiva. Ello sólo será posible cuando los períodos de pago a proveedores y de cobro a clientes coincidan; lo cual no ocurre en el sector de la distribución comercial (véase cuadro 2.2.), entre otros.

No obstante, el crédito de naturaleza comercial tiende a evolucionar de acuerdo con las compras y ventas de las empresas. El gráfico 2.7. muestra la evolución de la tasa de crecimiento del crédito comercial de proveedores del agregado de las principales empresas españolas de distribución comercial, coherente con la evolución de su actividad económica, medida por la evolución de las ventas, durante el período 1990-1994, aunque siempre de mayor intensidad que la de éstas.

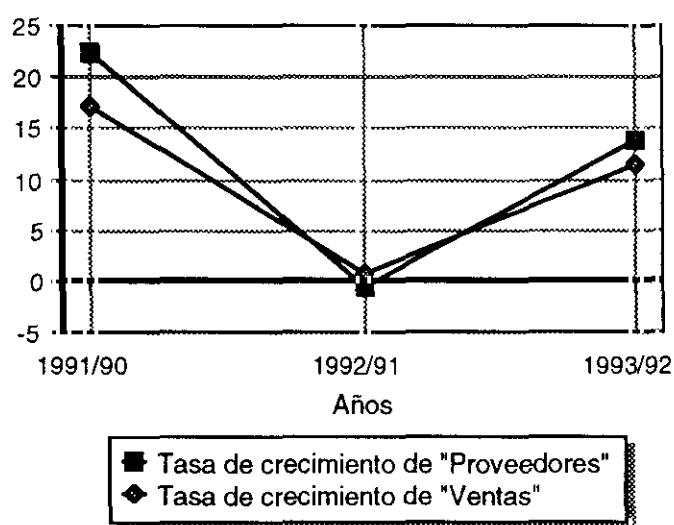


Gráfico 2.7.: Evolución de la tasa de crecimiento de ventas y de proveedores, para el conjunto de las diez empresas de distribución comercial de mayor volumen de ventas⁷⁵.

Fuente: Anuario Financiero de Distribución, 1993 y 1995, y elaboración propia.

⁷⁵ Datos del agregado formado por El Corte Inglés, Pryca, Continente, Alcampo, Mercadona, Eroski, Makro, Simago, Sabeco y Caprabo.

2) Existirá neutralidad financiera de este tipo de créditos siempre que los proveedores no financien las compras.

Cruz Roche, I. (1994) calcula el “crédito de proveedores” o remanente de la cuenta de proveedores que queda en la empresa después de financiar las existencias y las ventas a los clientes:

$$\text{Crédito de Proveedores} = \text{Deudores Comerciales} - \text{Existencias} - \text{Créditos Comerciales}$$

Cuando esta cantidad sea positiva, los plazos de pago estarán cumpliendo además de su función comercial de financiar el ciclo comercial, otra función financiera adicional: bien financiar otras partidas del circulante (como por ejemplo, Inversiones Financieras Temporales) o bien del Inmovilizado material⁷⁶.

A partir de los datos de la base BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized*), en el período 1982-1991, Román (1994: 421) analiza cómo la “ratio” Crédito de Proveedores/Total Fondos Ajenos se incrementa a medida que aumenta la diferencia existente entre el plazo medio de pago a proveedores y el plazo medio de cobro a clientes; lo cual indica una posible relación directa entre el nivel medio de los plazos de pago existente en el sector minorista europeo y la función para la que están siendo utilizados⁷⁷.

3) Ausencia de transferencia de fondos. Para que el crédito comercial entre empresas no sea generador de tal transferencia, en beneficio o detrimento de la

⁷⁶ Se demuestra que en aquellos países donde el signo es positivo, los plazos medios de pago son más largos, por lo que las diferencias de signo positivas entre el plazo medio de pago a proveedores menos el plazo de cobro a clientes son más elevadas. Esto indica que se utilizan los fondos adeudados a los proveedores como generadores de recursos a coste no explícito. Si los minoristas no dispusieran de esta financiación “extra” tendrían que incrementar el porcentaje de recursos propios o ajenos para financiar su actividad. La sustitución de crédito proveedor por el crédito bancario supondría incrementar sus gastos financieros, con la consecuente reducción de su rentabilidad (Cruz Roche, I. 1994). Aunque puede ocurrir lo contrario (es decir, un aumento de su rentabilidad), por el efecto apalancamiento amplificador y positivo.

⁷⁷ Lo contrasta estadísticamente, a través de una regresión simple que explica los valores de la tasa Crédito de Proveedores sobre Total Fondos Ajenos, Y, como función de la diferencia entre los niveles de los plazos de pago a proveedores y los plazos de cobro a clientes, X. La ecuación que expresa dicha relación es la siguiente: $Y = 48,48 + 0,80 X$; siendo el coeficiente de regresión, $R^2 = 0,76$.

empresa, es necesario que los créditos pendientes con clientes y proveedores sean iguales en todo momento, esto es:

$$PM_{\text{pago}} \times \text{Compras} = PM_{\text{cobro}} \times \text{Ventas}$$

de forma que: $\frac{PM_{\text{pago}}}{PM_{\text{cobro}}} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Compras}}$

En el sector de la distribución se produce esta transferencia de fondos; dado que los créditos pendientes con proveedores son superiores a los de clientes, con lo cual se produce una transferencia de fondos en beneficio de estas empresas distribuidoras.

4) Ausencia de motivos financieros. Los cuales también están presentes en los créditos comerciales que conceden los proveedores a las grandes empresas de distribución comercial, dado que el crédito comercial implica algo más que determinadas facilidades ligadas a la compra y venta de bienes y servicios, puesto que la existencia de tal aplazamiento modifica el precio efectivo del bien intercambiado y ello por dos razones:

- La no coincidencia del precio al contado y a crédito, puesto que para el proveedor este último debe ser igual al precio al contado capitalizado en períodos (de aplazamiento) a una tasa coincidente con su coste de capital.

- Concesión de determinados incentivos y descuentos que suponen de hecho una discriminación en precios para clientes y proveedores.

Por tanto, este tipo de créditos comerciales de proveedores no tienen un comportamiento neutral, sino todo lo contrario: generan un negocio financiero implícito en las grandes empresas de distribución comercial, cuyo origen se encuentra principalmente en su eficaz gestión de circulantes.

2.2.5. Gestión de la tesorería y de otros circulantes.

La *gestión del circulante* consiste en la administración del activo y pasivo circulante de la empresa para maximizar la rentabilidad esperada de sus colocaciones de recursos a corto plazo, considerando el riesgo de las mismas y garantizando la liquidez de la empresa. El análisis del circulante no debe realizarse de una forma fragmentada, centrando la atención en sus componentes -caja, créditos a clientes, existencias y créditos de proveedores-, sino con un planteamiento global, mediante modelos que tengan en cuenta la interrelación existente entre elementos, plazos, volúmenes y costes del circulante, y que permitan adoptar decisiones eficientes, esto es, que contribuyan al objetivo de crear valor por la empresa (Cuervo, 1994, b: 225-126).

Gestión de tesorería.

La gestión de tesorería -o "*cash management*"- comprende la administración del circuito global de tesorería de la empresa, y no sólo la mera gestión de la caja⁷⁸. Dentro de la gestión de tesorería se incluyen dos tipos de actividades (Cuervo, 1994, b):

1) Operativa: centrada en los flujos de tesorería generados por la actividad de la empresa (cobros y pagos), en los sistemas de pagos y compras y de facturación y cobros, esto es, en la periodicidad y montante de las transferencias entre caja y activos líquidos, y en el nivel necesario de caja⁷⁹.

⁷⁸ Esta actividad abarca tres áreas generales: 1) Circuito de cobros (facturación y gestión de cobros) o circuito administrativo, 2) Circuito de pagos (compras y pagos) o circuito financiero, y 3) Circuito del disponible (gestión bancaria y de tesorería, propiamente dicha) (Homonof y Wiley, 1975).

⁷⁹ Existen diversos modelos de gestión de tesorería para determinar cuál debe ser el montante óptimo de los saldos de caja, agrupados en modelos deterministas (Baumol, 1952; Sastry, 1970) y estocásticos (tradicionales -Miller y Orr, 1966 y Beranek, 1966-, ampliados, etc.). Bachiller *et al.* (1982: 210-215) y Cuervo (1994, b: 232-238) desarrollan tales modelos. Las grandes empresas de distribución comercial empiezan a utilizar los sistemas informáticos de gestión de pagos centralizados (Fuente: *Expansión*, 20/4/1995), lo cual les permitirá reducir sus costes de explotación y por tanto, mejorar sus márgenes.

2) Financiera: que engloba la gestión de caja e inversión de los excedentes, así como la obtención de medios financieros a corto plazo y las relaciones con los bancos.

Uno de los objetivos que la empresa pretende conseguir mediante la administración de su tesorería, es mejorar la inversión diaria de sus excedentes de liquidez, maximizando la rentabilidad a obtener por esos fondos. La empresa pretende optimizar la relación liquidez/rentabilidad, consiguiendo la máxima rentabilidad de los fondos ociosos, y al menor coste de la financiación a corto. Ello exige unas buenas previsiones de tesorería y una eficiente gestión bancaria (Cuervo, 1994, b: 230-131).

Los excedentes transitorios⁸⁰ de tesorería pueden convertirse en unos activos financieros que, exentos de riesgo⁸¹, puedan obtener una rentabilidad superior a los saldos mantenidos en una cuenta corriente bancaria, remunerados habitualmente a tipos muy reducidos (Bachiller *et al.*, 1982: 192).

En las empresas de distribución comercial, el aplazamiento de pago a los proveedores y su rotación rápida de las mercancías almacenadas les permiten contar con fondos de tesorería que rentabilizan al máximo -el cuadro 2.6. muestra los saldos medios de las cuentas de tesorería de algunas grandes empresas de distribución comercial-. Por tanto, disponen de un gran capital líquido que utilizan con fines lucrativos para incrementar sus beneficios, constituyendo un verdadero negocio financiero. Por lo que, en cierta forma, operan como entidades financieras⁸²

⁸⁰ Se presupone que los excedentes de tesorería no son habituales en una empresa no financiera.

⁸¹ Por ejemplo, la cartera de valores a corto plazo de Mercadona estaba compuesta en el año 1993, principalmente, por valores de renta fija. La tasa media de rentabilidad de dichos valores de renta fija, básicamente Letras del Tesoro, fue del 9,20 por ciento (*Informe de Gestión Anual*, 1993).

⁸² Sin embargo, mientras que las entidades financieras están sometidas a coeficientes de solvencia y a un fondo de garantía, que defienden los intereses de quienes tienen su dinero encomendado a las mismas, no ocurre lo mismo en las empresas de distribución comercial. En el análisis económico-financiero de estas empresas se estudiará la incidencia de un eventual cumplimiento por las mismas de los coeficientes de solvencia exigidos a las entidades financieras.

utilizando distintas fórmulas para hacer rentables las deudas que mantienen pendientes con sus proveedores, que además suponen recursos sin coste explícito⁸³.

SALDO CUENTA DE TESORERIA	1990		1991		1992		1993		1994	
	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT
EL CORTE INGLÉS	28718	7,37	23362	5,33	22107	4,77	36061	7,49	27803	4,50
PRYCA	3.538	2,36	5.244	2,67	5.148	1,94	5.136	1,77	8.620	2,78
CONTINENTE	--	--	12276	9,42	6.774	4,64	5.537	2,98	5.076	2,45
ALCAMPO	--	--	--	--	1.784	2,05	3.323	3,42	--	--
MERCADONA	469,1	0,85	138,4	0,22	3.606	6,25	1.031	1,94	--	--
MAKRO	--	--	--	--	1.635	4,67	478,5	1,53	--	--
SABECO	1.042	11,97	1509	10,29	1.361	8,23	1.873	9,36	2.114	8,70
SIMAGO	1.452	4,19	898	2,08	--	--	743,3	1,99	--	--
UNIDE	--	--	--	--	63,8	0,7	1.171	6,37	--	--
CAPRABO	916,4	7,2	981,4	10,9	908,7	6,44	796	4,11	1.935	7,28
CORTEFIEL	1.367	8,13	2.009	7,97	3.532	10,99	3.956	12,13	2.374	5,98
GALERIAS PRECIADOS	1044	1,17	574,1	0,63	482,5	0,55	--	--	--	--
EROSKI	--	--	4355	7,69	--	--	--	--	17369	10,98

Cuadro 2.6.: Saldos de las cuentas de tesorería en millones de pesetas y en % sobre activo total

Fuente: Registro Mercantil, Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

Algunas grandes empresas de distribución comercial utilizan el dinero de su deuda para constituir una cartera de valores, invirtiendo en activos financieros cotizados (del mercado bursátil) y en Deuda Pública (cuadro 2.7.)⁸⁴. Es muy

⁸³ Román (1994) constata que en Europa los plazos de pago a proveedores están siendo utilizados por las empresas de distribución comercial, en aquellos países donde su legislación se lo permite, para financiar además del ciclo comercial, las inversiones financieras temporales y las inversiones en inmovilizado .

frecuente invertir la mayor proporción en activos del Tesoro (deuda pública) a muy corto plazo⁸⁵.

INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES	1990		1991		1992		1993		1994	
	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT	Mill.	%s/AT
PRYCA	28644	19,12	39509	20,1	67712	25,55	86712	29,92	81060	26,16
CONTINENTE	–	–	7.726	5,93	21514	14,77	34000	18,29	30803	14,86
ALCAMPO	–	–	–	–	2.395	2,76	11206	11,52	–	–
MERCADONA	9.330	16,84	191,9	0,3	949,9	1,65	582	1,09	–	–
MAKRO	8500*	–	–	–	3.929	11,21	3.058	9,77	–	–
SABECO	37,7	0,43	4.379	29,84	3.957	23,92	5.150	25,74	4.980	20,49
SIMAGO	697,8	2,01	–	–	1.674	4,64	0,757	0,002	–	–
UNIDE	–	–	–	–	1.215	13,36	2.603	14,15	–	–
CAPRABO	3.128	24,57	2007	22,22	4.025	28,52	3.088	15,94	2.904	10,92

*En 1989

Cuadro 2.7.: Cartera de valores a corto plazo en millones de pesetas y en % sobre activo total.

Fuente: Registro Mercantil, Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

Estas empresas consiguen una rentabilidad importante de sus depósitos en entidades financieras y de sus carteras de valores, relacionada directamente con la evolución de los tipos de interés. Los rendimientos de ambos tipos de inversiones financieras se reflejan en sus “elevados” ingresos financieros, que en la mayoría de los casos superan los gastos financieros, generando resultados financieros positivos (cuadro 2.8.)⁸⁶.

⁸⁴ Si se analizan conjuntamente los cuadros 2.5 y 2.6., se aprecia que este tipo de empresas disponen de un importante capital circulante que rentabilizan al máximo, contabilizándolo dentro de “Tesorería” o de “Inversiones Financieras Temporales”.

⁸⁵ Los directores de Tesorería de los hipermercados controlan los flujos de caja de todos los centros y basan su estrategia en las necesidades de liquidez que hay día a día (*Fuente: Expansión, 26/8/1995*).

⁸⁶ Según Ronald Berger (1995), una muestra de las 20 mayores empresas españolas del sector, obtuvo en 1992 unos resultados financieros positivos que representaban el 17 por ciento de

BENEFICIO FINANCIERO	1990		1991		1992		1993		1994	
	Mill.	%s/BN	Mill.	%s/BN	Mill.	%s/BN	Mill.	%s/BN	Mill.	%s/BN
PRYCA	1.310	22,65	2.937	27,52	5.744	42,43	8.661	57,53	8.197	45,18
CONTINENTE	–	–	554	9,48	453,2	8	1.732	19	879	7,49
ALCAMPO	–	68	–	–	-322	-18,3	-202	-7,21	–	–
MAKRO	–	–	–	–	1.525	<u>76,75</u>	241,9	BN<0	–	–
SABECO	286,4	48,97	423,1	46,28	1.052	<u>110,1</u>	1.240	<u>88,45</u>	1.716	<u>93,09</u>
SIMAGO	-516	18,96	5195	<u>7,352</u>	-615	16,9	-800	17,08	–	–
UNIDE	–	–	–	–	41,74	11,55	58,02	17,43	–	–
CAPRABO	763,9	47,57	624,3	58,64	1.154	<u>99,01</u>	1.603	<u>97,22</u>	2.057	<u>45,01</u>
GALERIAS PRECIADOS	311,8	8,05	342,4	27,43	-1800	16,26	–	–	–	–

Cuadro 2.8.: Beneficio Financiero en millones de pesetas y en % sobre Beneficio Neto⁸⁷.

Fuente: Registro Mercantil, *Anuario Financiero de la Distribución*, 1995 y elaboración propia.

Se constata una relación entre los plazos medios de pago a proveedores por las empresas distribuidoras y los tipos de interés en la UE (Roland Berger, 1995), de manera que en los períodos de tipo de interés elevado se alargan aún más tales aplazamientos. De esta forma, las empresas comerciales con excesos de liquidez consiguen elevadas rentabilidades por sus inversiones financieras, reflejadas en cuantiosos ingresos financieros; mientras que las empresas que carecen de recursos “ociosos”, al retrasar deliberadamente sus pagos, pueden prescindir del crédito

sus beneficios, mientras que en la media europea representan el -7,8 por ciento. Podemos encontrar la raíz de estas diferencias en los mayores plazos medios de pago a proveedores en España en relación con el resto de Europa, muchos de cuyos países cuentan con regulación específica de dichos plazos máximos.

⁸⁷ Según un estudio de Ronald Berger (1995) el resultado financiero en las empresas de distribución comercial más pequeñas tiene una mayor importancia relativa que en las grandes, como consecuencia de la mayor eficiencia operativa que logran las empresas más grandes. Sin embargo, debemos considerar la reducida muestra analizada en dicho estudio (véase la nota 53).

bancario altamente oneroso en períodos de tipos de interés elevados⁸⁸. El cuadro 2.9. muestra los tipos de interés (tipos marginales de intervención del Banco de España) y los plazos medios de pago a proveedores de las empresas de distribución comercial, en España. Durante 1993 se produjo una reducción de los tipos, y sin embargo, el número de días del plazo medio de pago aumentó, por lo que esa relación no es siempre tan directa, dado que aún con disminución de tipos, a las empresas distribuidoras les interesa aplazar más sus pagos para disponer de financiación sin coste explícito para sus inversiones.

	1990	1991	1992	1993
PM pago*(nº días)	89,18	94,84	87,89	103,04
Tipo de interés	14,59	13,19	12,78	10,2

* Período Medio de Pago de las 500 mayores empresas españolas de distribución comercial, según ventas totales.

Cuadro 2.9.: Relación tipos de interés y período medio de pago a proveedores en España.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y Banco de España, Boletín Estadístico, diciembre 1994.

Gestión de la Cuenta de Clientes.

En el saldo de la cuenta de clientes se distinguen dos partes: por un lado, la que corresponde al coste de las ventas a crédito a los clientes y, por otro, los beneficios originados por aquéllas, que son la diferencia entre el precio y el coste de las ventas sometidas a pago aplazado, y que permanecen inmovilizados durante el período transcurrido entre la entrega de bienes o la satisfacción de servicios a la clientela y el pago efectivo de los mismos (Bachiller et al, 1982: 127).

⁸⁸ El diferencial de los tipos de interés de España con Europa tiene una incidencia significativa en el peso de los resultados financieros de las empresas de distribución españolas. Así, en España, los elevados tipos de interés unidos a los importantes flujos de caja de estas empresas explican la mayor importancia de sus resultados financieros (éstos representaron en 1992 el 16,9 por ciento de los resultados de explotación) en relación con el resto de empresas europeas (en las que esta "ratio" era de -7,8 por ciento). También se constata que uno de los distribuidores líderes españoles (Pryca) introdujo un sesgo al alza muy importante en el promedio de los resultados financieros de todos ellos. La salida a Bolsa de esta compañía generó un importante volumen de tesorería, lo que explica parcialmente su elevado nivel de ingresos financieros (Roland Berger, 1995).

El nivel alcanzado en cada momento por dicha cuenta depende fundamentalmente de las ventas con pago aplazado realizadas en un pasado reciente y del período de aplazamiento de pago concedido a los clientes (o período de cobro)⁸⁹. En el plazo de cobro existen dos elementos diferenciados: el plazo administrativo de cobro (período medio de gestión de cobro) y el plazo de crédito concedido a los clientes y vinculado directamente con la política comercial de la empresa (período medio de crédito concedido). Uno de los objetivos en la administración del circulante de la empresa es reducir al máximo el tiempo administrativo entre la venta y el cobro, reduciendo así el circuito de facturación, de concesión de créditos a clientes, de cobro a clientes y de abono en cuenta bancaria. Como medios de acelerar la entrada de fondos podemos destacar tanto el recibir los pagos en las sucursales más próximas al cliente y transferir esas cantidades a una cuenta centralizada, como el solicitar de los clientes la entrega de cheques “postdatados” para que puedan ser ingresados el mismo día de vencimiento (Cuervo, 1994, b: 231). Es frecuente, por parte de las grandes empresas de distribución comercial, llevar sus pagos centralizados y disponer de sistemas de cobro que acortan sus plazos, para disminuir el tiempo administrativo entre la venta y el cobro. Al reducir sus períodos medios de gestión de cobro, sus períodos medios de cobro disminuyen o permanecen prácticamente invariables a lo largo del tiempo -véase cuadro 2.2.-.

Desde una perspectiva estrictamente financiera, el saldo de la cuenta de clientes implica una necesidad de financiación; de ahí que la empresa intente controlar su evolución, teniendo en cuenta su política de crédito a clientes -muchas veces condicionada por factores externos a la propia empresa, como por ejemplo, las prácticas habituales de crédito en el sector⁹⁰.-

Por ello, como se mencionó anteriormente⁹¹, una gestión adecuada del volumen de crédito concedido por la empresa a sus compradores, no debe centrarse

$$^{89} \text{ PM cobro} = \frac{(\text{Clientes} + \text{Efectos a cobrar})^*}{\text{Ventas Anuales (Precio Venta)}} \times 365.$$

⁹⁰ En este sentido, existen dos grandes tipos de políticas de clientes en función del tipo de compradores: consumidores directos y empresas.

únicamente en reducir el período medio de cobro a clientes; sino que debe considerar el impacto que dicha política puede generar en la rentabilidad empresarial, en términos de incremento de ventas, por ser este tipo de crédito un componente financiero de la variable “producto” de *marketing*.

De este modo, la gestión de clientes persigue principalmente tres objetivos:

- Considerar los posibles aumentos de ventas en función del crédito concedido.
- Buscar seguridad⁹² y rentabilidad en las políticas de crédito⁹³.
- Coordinar el saldo de clientes con el flujo total de tesorería de la empresa.

Tradicionalmente, las empresas de distribución comercial han desarrollado políticas restrictivas de crédito a clientes (consumidores individuales), de forma que usualmente han venido cobrando sus ventas al contado sin conceder aplazamientos de pago a los compradores. Sin embargo, el empleo cada vez más extendido de las tarjetas de crédito, emitidas por entidades financieras o por las propias empresas de distribución⁹⁴, ha modificado sus políticas de cobro, siendo cada vez más habituales las ventas con pago aplazado, es decir, a crédito. Así, la práctica de concesión de créditos al consumo por las empresas del sector minorista se está generalizando en los distintos países, como se refleja en sus períodos medios de cobro a clientes (gráfico 2.8.).

⁹¹ Concretamente, en el tratamiento de las políticas desarrolladas por las empresas para reducir sus PMM.

⁹² Dado que los clientes insolventes o los morosos (los que se retrasan en el pago) pueden aumentar significativamente el coste de la financiación a clientes.

⁹³ Conviene llevar a cabo un análisis comparado coste-beneficio de la política de crédito. Por un lado, el coste de dicha política es función del propio coste de capital de la empresa en cuanto que implica la inmovilización de recursos, de los gastos de funcionamiento de los servicios de crédito, de los costes derivados de impagos y morosos consecuencia de dicha política y de la inflación que repercutirá en mayor cuantía cuanto mayor sea el plazo de cobro. Por otro, se deben considerar el incremento de las ventas fruto de dicha política de cobro, y la capacidad productiva utilizada, puesto que si la empresa no está funcionando al máximo de su capacidad y/o existen economías de escala, una mejora de las condiciones de cobro, conducirá a un incremento de su rentabilidad.

⁹⁴ En el apartado 2.3.3. “Taxonomía de los productos financieros ofertados en la actualidad” se tratará este tipo de producto financiero en profundidad.

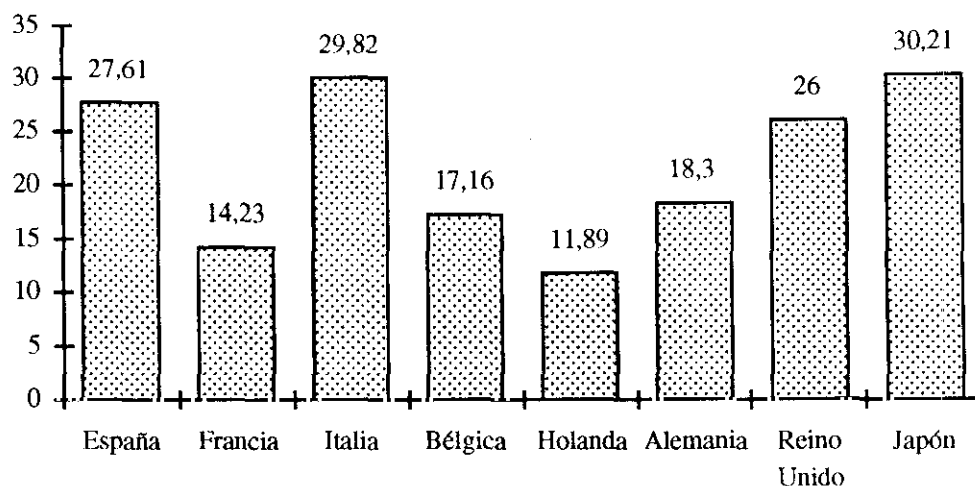


Gráfico 2.8.: Plazos Medios de cobro a clientes (en número de días) de las empresas de comercio al por menor en distintos países. Período 1982-1991.

Fuente: Román, 1995: 100 (a partir de base de datos BACH).

Cuando la tarjeta de crédito se emite por la misma empresa -tarjeta de compra propiamente dicha- las decisiones sobre los criterios de emisión de la tarjeta y el montante máximo de crédito a conceder, forman parte de su política de clientes. Como el acto de emisión es distinto del de venta es posible, y así se hace en la mayoría de los casos, realizar un estudio estadístico previo que permita reducir hasta un extremo aceptable la probabilidad de insolvencia del cliente. En la concesión de tarjetas de compra, como es posible obtener información del comprador sobre algunas de sus características económicas y sociales, y por otra parte, existe una relación de compra-venta relativamente estable entre empresa y comprador, se suele aplicar el llamado *credit-scoring*. Esta es una técnica estadística, basada en el análisis discriminante, que permite clasificar a los nuevos compradores por clases de riesgo relativo a la insolvencia futura. La aplicación de esta técnica exige contar con un fichero de clientes susceptible de ser ordenado según las clases de riesgo que se desea establecer, con información sobre aquellas variables que pueden estar relacionadas directa o indirectamente con la capacidad de pago del cliente. El resultado del análisis arroja una función (función discriminante) que pondera las variables iniciales según

su contribución al índice de solvencia futura del cliente. A partir de esta función se puede predecir, con un margen de error fijado previamente por la empresa, la probabilidad de insolvencia o solvencia y tomar, en consecuencia, la decisión de concesión de crédito (o tarjeta de compra) sobre la base de criterios estadísticos (Bachiller et al, 1982: 129)⁹⁵.

Por tanto, la mayoría de las empresas de distribución comercial, que poseen tarjetas de compra propias, desarrollan una gestión de clientes muy rentable, dado que, basándose en el sistema de *credit-scoring*, clasifican adecuadamente a sus potenciales clientes según su nivel de riesgo, y en consecuencia, únicamente conceden su tarjeta de compra a aquéllos con suficiente capacidad de pago; con lo cual poseen una excelente calidad crediticia en sus clientes.

Gestión de inventarios.

La tendencia generalizada hacia la aplicación de las técnicas *just in time* en el sector de la gran distribución comercial, hace que los inventarios de este tipo de empresas se reduzcan y se aproximen al “*stock* cero” (cuadro 2.10.). Ello se está consiguiendo gracias a la utilización de la informática en la gestión de *stocks* y la automatización de los almacenes⁹⁶.

La disminución de las existencias de las grandes empresas de distribución comercial durante los últimos años, a pesar de la tendencia creciente de sus ventas,

⁹⁵ Destacan los modelos de evaluación del riesgo “a priori” elaborados por Edmister (1972) y Orgler (1975).

⁹⁶ Por ejemplo, el almacén de Distribución de Ribarroja de la empresa Mercadona es un almacén automatizado de mercancías no perecederas, que fue inaugurado en 1988, y se trata de una instalación singular en toda Europa. Por dicho almacén, la empresa fue galardonada en abril de 1990, en el primer certamen del Premio C.E.L. (Centro Español de Logística), por su contribución en la gestión logística empresarial de dicho año. Este centro cuenta con una superficie de 22.000 metros cuadrados cubiertos y 20.000 metros sin cubrir, una cantidad de puntos de salida superior a los 2.000 palets diarios y una capacidad de descarga de más de 3.000 palets. Es uno de los mejores de Europa, y se caracteriza por utilizar *scanners* y la simbolización por código de barras para identificar las unidades de almacenamiento en todo el ciclo de manipulación, desde la recepción hasta la expedición (*Fuente: Informe de gestión anual, Mercadona, 1995*).

indica una mejora en la eficiencia de estas empresas, como se observa en la evolución de la “ratio” de rotación de los activos circulantes de las empresas (cuadro 2.10.).

	1990		1991		1992		1993		1994	
	% Ex/A _c	Rotac	% Ex/A _c	Rotac	% Ex/A _c	Rotac	% Ex/A _c	Rotac	% Ex/A _c	Rotac
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	45,73	3,026	47,92	3,034	48,75	3,014	43,56	2,921	46,12	3,02
PRYCA	33,19	2,376	32,57	4,032	28,72	3,423	25,03	3,375	26,46	3,56
CONTINENTE	--	--	36,54	3,893	38,48	4,10	40,10	4,0	44,59	4,65
ALCAMPO	--	--	--	--	65,01	7,120	48,68	5,722	--	--
MERCADONA	22,19	4,759	31,35	5,836	40,82	8,504	49,93	12,64	--	--
MAKRO	--	--	--	--	51,62	4,698	57,68	6,332	--	--
SABECO	47,08	5,679	25,78	3,512	32,18	4,331	27,75	4,288	34,14	4,52
SIMAGO	53,22	6,830	62,05	6,086	47,40	4,127	68,92	6,629	--	--
UNIDE	--	--	--	--	28,20	4,320	28,28	3,313	--	--
CAPRABO	31,92	4,010	32,35	3,923	30,76	4,157	37,87	5,165	38,63	5,10
EROSKI	--	--	41,56	5,131	34,87	5,337	32,04	5,193	32,04	5,19

Cuadro 2.10.: Existencias sobre activo circulante, y rotación del circulante⁹⁷.

Fuente: Registro Mercantil, *Anuario Financiero de la Distribución*, 1995 y elaboración propia.

⁹⁷ Rotación del circulante = Ventas anuales / Activo circulante.

2.3. DIVERSIFICACIÓN HACIA ACTIVIDADES FINANCIERAS: ANTECEDENTES Y SITUACIÓN ACTUAL.

Las grandes empresas de distribución comercial amplían su campo de actividad introduciéndose en “nuevos” negocios⁹⁸, con la finalidad de aumentar la gama de productos y/o servicios que ofrecen a sus clientes, cada vez más informados y exigentes, en un entorno más competitivo; para poder de este modo, mantener, o incluso incrementar, su cuota de mercado.

En un principio, fueron los grandes almacenes los que se introdujeron en negocios financieros; si bien, más tarde, esta práctica se generalizó, siendo actualmente habitual que otras fórmulas comerciales de distribución -como los hipermercados y supermercados- desarrollen alguna de estas actividades.

2.3.1. Antecedentes: el caso Sears Roebuck.

En primer lugar, conviene recordar que muchas de las actividades financieras que actualmente desarrollan las entidades financieras, surgieron en sus orígenes unidas a la actividad de distribución comercial. Durante el siglo pasado y en las primeras décadas de éste, en España, proliferaron los comerciantes-banqueros, que realizaban por igual, y en el mismo local, actividades comerciales y financieras. Algunos de ellos acabaron especializándose como banqueros, siendo éste el origen de buena parte de la banca regional (Cuartas, 1992)⁹⁹.

⁹⁸ Entre otros, negocio de restauración, informática y telecomunicaciones, hostelería y turismo, seguros, intermediación en el sector mobiliario, financiación al consumo, e incluso reparación de automóviles y suministro de carburantes. Véase, al respecto, el apartado 1.3.1. Estrategias corporativas.

⁹⁹ Así, el Banco Nacional de San Carlos, creado en 1782 y el Banco Español de San Fernando fundado en 1829, no eran entidades dedicadas exclusivamente al negocio bancario; sino que eran además, y sobre todo, empresas comerciales que hacían comercio a larga distancia. Se trataba, en definitiva, de una figura universal en la Europa de la primera mitad del siglo XIX, y de épocas anteriores, la del comerciante-banquero, cuya agilidad de movimientos, conocimiento del mercado financiero y capacidad prestamista a corto plazo son generalmente admitidos (Tedde de Lorca, 1994: 177-178). El Banco Sabadell fue fruto de una iniciativa del Gremio de fabricantes de la ciudad. Fue creado en 1881 con la finalidad de asegurar la provisión de la materia prima y crear la infraestructura necesaria para la industria lanera. Así, compraba la lana por

Igualmente, en aquella época, en otros países, como Cuba, algunas empresas de distribución comercial -El Encanto, entre otras-, se financiaban con cargo a los salarios de los trabajadores que quedaban en depósito en dichas empresas. Además, muchos pequeños ahorradores depositaban su dinero, no en instituciones financieras, sino en comercios de prestigio que les inspiraban mayor confianza y crédito, y que les garantizaban un tipo de interés más atractivo que el de los bancos¹⁰⁰. Para los comercios, esta vía de financiación resultaba más barata que la convencional de acudir al endeudamiento bancario.

En segundo lugar, el antecedente más directo de la actual actividad financiera desarrollada por las grandes empresas españolas de distribución comercial, lo constituye la experiencia norteamericana: Montgomery Ward, J.C. Penney Company¹⁰¹ y Sears Roebuck, & Co.¹⁰². Precisamente ésta se contaba entre los ejemplos mediante los cuales Chandler (1962) explicaba la aparición de la forma divisional de empresa. Entre otras empresas pioneras norteamericanas, como General Motors, Du Pont y Standard Oil of New Jersey.

Antes de la primera guerra mundial, Sears era una empresa de venta por catálogo, altamente centralizada, que vendía bienes duraderos, tales como herramientas. Después de la guerra, iniciaba una expansión geográfica y de su

cuenta del Gremio y financiaba directamente a los empresarios entre los que se distribuía, por lo que tenía una sección de banca y otra dedicada al comercio e importación de lanas (*Fuente: Cinco Días*, 30/8/1995).

¹⁰⁰ Generalmente, el comerciante era más popular y accesible que el banquero, dado que mantenía una relación diaria con una pluralidad de clientes, y un similar estatus social que éstos. Por otro lado, las empresas comerciales, al dedicarse a la venta de bienes de consumo, disponían de unas existencias que constituían una mayor garantía para los clientes, de poder recuperar sus depósitos, al menos en especie, ante posibles quebrantos de las empresas.

¹⁰¹ Esta empresa promueve y gestiona su propia tarjeta de crédito, cuyo tipo de interés varía de unos Estados a otros, entre el 18 y el 21 por ciento (Jorgensen, R.H. (1991): *No-nonsense credit. An Insider's Guide to Borrowing Money & Managing Debt*, Estados Unidos: McGraw-Hill, Inc.: 82).

¹⁰² En 1977, Weil, G.L., en su obra *Sears Roebuck, U.S.A.: The Great American Catalog Store and How it Grew*, analizaba el rápido crecimiento de esta empresa de venta por catálogo en sus orígenes, su expansión dentro del mercado de la distribución comercial, el inicio de su actividad aseguradora y sus negocios internacionales, bajo la dirección de los tres líderes en la historia de esta compañía: Richard Sears, Julius Rosenwald y Robert Wood (Samson, 1993: 29).

línea de productos, incluyendo en ella productos de consumo como la vestimenta. La consecuencia más inmediata fue su cambio hacia una organización descentralizada (Milgrom y Roberts, 1993: 637).

Más tarde se integró verticalmente en la fabricación, aunque en un grado limitado. Después, a partir de 1980, amplió su alcance horizontal introduciéndose en el sector del seguro y, posteriormente, en los de los productos financieros y el negocio inmobiliario. En 1981, creó su filial aseguradora: Allstate Insurance Company¹⁰³. En 1982 adquirió Dean Witter Reynolds, una importante sociedad norteamericana de intermediación en el Mercado de Valores (o banco de negocios), y Colwell Banker, la mayor agencia inmobiliaria norteamericana en el sector viviendas. Y en 1986, creó la tarjeta de crédito Discover. Quería convertirse en el “supermercado financiero” del futuro (Ballarín, 1989: 117-122), suministrando a sus clientes una línea completa de servicios financieros¹⁰⁴:

- tarjetas de crédito a sus clientes¹⁰⁵,
- concesión de créditos al consumo a los clientes,
- transferencia electrónica de fondos,
- gestión de carteras de valores mobiliarios¹⁰⁶,

¹⁰³ Esta filial, en 1983 generaba el 23 por ciento de los ingresos totales de Sears y el 38 por ciento de sus beneficios netos (*Fuente: The New York Times*, 12 febrero 1984).

¹⁰⁴ En julio de 1982 Sears abría “centros de servicios financieros” en ocho de sus almacenes. Estas secciones se ubicaban en sitios concurridos para captar a los clientes con prisa y/o a los que no se sentían atraídos por la idea de visitar a un agente de valores o a una compañía de seguros. Los resultados fueron muy alentadores, por lo que el número de centros de servicios financieros fue aumentando hasta 133, a finales de 1983.

¹⁰⁵ La tarjeta de crédito de Sears se creó en 1958, fecha en la que también surge la tarjeta de otros grandes almacenes americanos, Montgomery Ward (Pérez-Serrabona y Fernández, 1993:18). Un estudio del Stanford Research Institute reveló que el 57 por ciento de las familias norteamericanas tenía tarjeta de crédito Sears en 1984. Un 70 por ciento de todas las unidades familiares con ingresos superiores a los 36.000 dólares anuales y un 76 por ciento de las unidades familiares con patrimonios superiores a los 500.000 dólares poseían igualmente dicha tarjeta (*Fuente: The New York Times*, 12 febrero 1984).

¹⁰⁶ En 1984, menos de un 9 por ciento de los tenedores activos de tarjetas Sears tenían abierta una cuenta con un agente de valores mobiliarios, en tanto que esta población concentraba dos terceras partes de los dólares depositados en libretas de ahorro en todo el país (*Fuente: The New York Times*, 12 febrero 1984).

- fondos de inversión,
- planes de pensiones con incentivo fiscal (*Investment Retirement Accounts*),
- seguros, y
- negocio inmobiliario¹⁰⁷.

Al introducirse en dichos negocios financieros, Sears Roebuck se convertía en competidora directa de las entidades financieras¹⁰⁸, pensando que podría usar su experiencia en el comercio minorista para vender estos servicios financieros de la misma forma que los otros productos de consumo (Milgrom y Roberts, 1993: 672); motivada por su buena imagen y la fidelidad de la población norteamericana, y confiando en su potencial en este sector.

Sin embargo, a raíz del descenso de sus beneficios¹⁰⁹, en 1988 inició un proceso de reestructuración financiera para equilibrar sus cuentas de resultados. Inicialmente, vendiendo la torre Sears¹¹⁰, la división comercial de Coldwell Banker y reorganizando la actividad de seguros, pero sin abandonar ninguna de sus cuatro principales actividades: grandes almacenes, seguros, servicios financieros e inmobiliaria. Posteriormente, en 1992, cuando su crisis se acentuaba¹¹¹ y era “destronada” del liderazgo en el sector de la distribución

¹⁰⁷ A través de la empresa Coldwell Banker, una de las compañías inmobiliarias más importantes de los EE.UU., que en 1988 tenía más de 100 oficinas y en 1987, unos ingresos superiores a los 400 millones de dólares (*Fuente: El País*, 2/11/1988).

¹⁰⁸ Este tema se tratará específicamente en el apartado 3.2. Las grandes empresas de distribución comercial y la intermediación financiera.

¹⁰⁹ Los beneficios de las actividades de distribución, seguros y financieras de Sears descendieron un 18 por ciento durante los nueve primeros meses de 1988. Además algunas de sus mayores inversiones -la tarjeta de crédito Discover y el negocio del banco Coldwell, por ejemplo- no habían sido aún recuperadas (*Fuente: Weiner, S. (1988): “Don’t Write Sears Off”, Forbes*, 142, 28 nov.: 196-200).

¹¹⁰ Vendió dicho edificio por un importe de 1.800 millones de dólares (más de 208.000 millones de pesetas). El anuncio de esta reestructuración financiera hizo que las cotizaciones descendieran en Wall Street 2,125 dólares (*Fuente: El País*, 2/11/1988).

¹¹¹ En 1988-89 se cometieron tres grandes errores, claves en el declive de esta empresa: 1) Introducirse en una política de “precios siempre bajos”. 2) Perder la lealtad de su propio staff. 3) Vender la torre Sears, edificio más alto del mundo y símbolo de la fuerza comercial de América (*Fuente: The Economist*, vol. 313, 11/11/1989: 84).

americano por su competidora Wal-Mart¹¹², decidió vender sus negocios financieros para centrarse exclusivamente en el sector de la distribución¹¹³. De este modo puso fin a la estrategia de diversificación iniciada en los años ochenta¹¹⁴. Así, al igual que otras empresas diversificadas -IBM y General Motors, entre otras-, haciendo gala del viejo dicho “zapatero a tus zapatos”, Sears volvía hacia el “corazón de su negocio” (“*core business*”)¹¹⁵.

Aunque es imposible concluir que la causa del fracaso de Sears fuera su diversificación hacia negocios financieros, por la multitud de factores que pueden haber intervenido¹¹⁶, los datos reflejan un resurgimiento de la compañía después de la venta de sus negocios financieros (cuadros 2.11. y 2.12.).

¹¹² En 1992 ocupaba la tercera posición en distribución, después de Wal-Mart y K-Mart (*Fuente: Actualidad Económica*, 23/11/1992). En 1980, las ventas de Wal-Mart de 1.400 millones de dólares (220.000 millones de pesetas) equivalían al 12 por ciento de las de Sears. Pero en el período 1988-90, mientras las ventas de Sears en América del Norte (incluidas las 131 tiendas de Canadá y México) crecieron solamente el 14 por ciento, de 28.000 millones a 32.000 millones de dólares (de 2,576 billones a 2,944 billones de pesetas), las de Wal-Mart se doblaron de 16.000 millones a 32.000 millones de dólares (de 1,478 billones a 3 billones de pesetas). Sin embargo, el creciente éxito de la tarjeta de crédito Discover era una excepción a ese fracaso, dado que en 1990 se habían emitido 38 millones de tarjetas. Sus tenedores la podían utilizar en 1,2 millones de tiendas y restaurantes, además de en Sears y en la cadena Wal-Mart (*Fuente: El País*, 24/2/1991, traducción de *Times*, 1990).

¹¹³ La venta se realizó en tres etapas: 1º) Dean Witter Financial Services Group, que comercializaba la tarjeta de crédito Discover, y que representó en 1991 unas ventas de 490.000 millones de pesetas (el 9 por ciento de las ventas del grupo), 2º) la filial Coldwell Banker Residential Services -compuesta por Sears Mortgage Corp. y Sears Savings Bank- que representaba el 3 por ciento de las ventas de la compañía en 1991 (160.000 millones de pesetas) y, 3º) el 20 por ciento de las acciones de Allstate Insurance Group (tuvo unas ventas en 1991 de 2 billones de pesetas). De este modo, el negocio de distribución, que en 1991 significó un 55 por ciento de las ventas del grupo (más de 3 billones de pesetas), pasó a representar un 70 por ciento de las ventas consolidadas, después de desprenderse de sus negocios financieros. Esta decisión de Sears fue acogida en Wall Street con un aumento en el precio de las acciones de un 8 por ciento (*Fuente: Expansión*, 1/10/1992).

¹¹⁴ Después de la venta de sus activos financieros, sus ventas aumentaron un 2 por ciento respecto a 1991 (*Fuente: Actualidad Económica*, 23/11/1992).

¹¹⁵ Para R. Schaffer, presidente de la firma Robert Schaffer & Associates, si Sears no se hubiera introducido en el negocio financiero y asegurador, no habría descuidado la distribución: “al intentar vender acciones y calcetines en la *tienda global*, fue sobrepasada por Wal-Mart y K-Mart”, que en ningún momento quisieron imitar la política de diversificación de Sears, centrándose en una auténtica expansión de sus negocios de distribución. Considera que no debía haber seguido tan fielmente las recetas mágicas de los analistas, consultores e intelectuales que aconsejaron la diversificación (*Fuente: Expansión*, 1/2/1995 y 12/10/1995).

(en millones de dólares)	VENTAS			BENEFICIO NETO		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Sears Roebuck	53.110	51.486	54.559	-3.932	2.374	1.454
Distribución	32.043	30.444	33.025	-2.977	752	890

Cuadro 2.11.: Ventas y beneficios netos de Sears Roebuck y de su filial de distribución.

Fuente: Actualidad Económica, 26/6/1995.

(en millones de dólares) 1994	Wal-Mart	K-Mart	Sears	Dayton-Hudson	J.C. Penney
Ventas	83.412	34.313	33.025	21.311	21.082
Beneficio	2.681	296	890	434	1.057

Cuadro 2.12.: Ranking del sector de distribución en EE.UU. por ventas y beneficio neto en 1994.

Fuente: Actualidad Económica, 26/6/1995.

En otros países, algunas empresas de distribución comercial han seguido a la pionera (Sears Roebuck) en su diversificación hacia negocios financieros. Es común en este tipo de empresas utilizar campañas agresivas de *mailing* y publicidad y fuerzas de venta directa, para vender sus productos financieros. Entre otros, son los casos de¹¹⁷:

¹¹⁶ Sears tuvo que incrementar los sueldos de los agentes de Dean Witter, dado que se mostraban reacios a desplazarse a los centros financieros dentro de los grandes almacenes, porque allí no disponían de unas condiciones de trabajo adecuadas (por ejemplo, les faltaba su herramienta habitual: el teléfono, estaban de pie la mayor parte del tiempo, ...) (Ballarín, 1989: 117-122).

Los gastos generales de Sears suponían, en 1990, el 29 por ciento de las ventas; mientras que en K-Mart eran del 23 por ciento, y en Wal-Mart solamente del 16 por ciento. Sus empleados eran menos productivos que los de Wal-Mart (generaban un promedio de 85.000 dólares anuales frente a los 95.000 de los trabajadores de Wal-Mart). Según el jefe de Price Waterhouse's Management Horizons, grupo asesor de detallistas, a los gerentes y empleados de Sears les faltaba el espíritu corporativo y emprendedor de Wal-Mart, su grado del servicio al cliente se había deteriorado y existía una excesiva preocupación de sus trabajadores por la seguridad en el empleo (*Fuente: El País, 24/2/1991, traducción de Times, 1990*).

- Benetton en Italia,
- Marks & Spencer¹¹⁸, Tesco, Safeway y Sainsbury¹¹⁹, en el Reino Unido,
- la cadena cooperativa de supermercados Migros en Suiza,
- los grandes almacenes Seibu Saison y Mauri en Japón,
- Las Galeries Lafayette, Au Bon Marché, Carrefour y Pinault-Printemps en Francia¹²⁰,
- el caso de Quelle Bank, detallista que ha creado bancos directos partiendo desde cero, en Alemania,
- y El Corte Inglés, Pryca y Continente, por citar algunas empresas, significativas en España.

¹¹⁷ Fuentes "Enter the Outsiders", *The Economist*, 25/3/1989, n. 310, pp. S24-S33; "International Banking: All in It Together", *The Economist*, 7/4/1990, n. 315, pp. S34-S40; *Banca Comercial*, 6/7/1994, n. 6 y Béhar, J.M. (1995): *Guide des Grandes Entreprises*, Seuil, Francia.

¹¹⁸ Marks & Spencer, actualmente ofrece dos fondos de inversión en acciones, gestionados por entidades británicas y norteamericanas; a partir de 1995 comercializa productos de seguros y pensiones (Fuentes: *Banca Comercial*, 6/7/1994 y "M&S- from retail to finance", *Post Magazine*, 4/5/1995).

¹¹⁹ El grupo Sainsbury se enfrentó a sus peores resultados en el primer trimestre de 1995 perdiendo el liderazgo de la distribución británica (sus ventas decrecieron un -2,2 por ciento), mientras que Tesco, nuevo líder, incrementó sus ventas un 6 por ciento en dicho semestre. La tardía reacción de Sainsbury ante la iniciativa de lanzamiento de tarjetas de clientes, ideada por Tesco y secundada por Safeway es, entre otras, una de las causas de esta variación del "ranking" (Fuente: *Expansión*, 6/11/1995).

¹²⁰ Cortal es la filial de banca directa de la entidad financiera Paribas, que fue el primer gestor de fondos que decidió vender fondos de inversión a través de grandes cadenas de tiendas (Galeries Lafayette y Au Bon Marché). La cadena de hipermercados Carrefour ofrece a sus clientes la posibilidad de suscribir fondos de inversión gestionados por J.P. Morgan, así como pólizas de seguros gestionadas por Groupe Axa (Fuente: *Banca Comercial*, 6/7/1994).

2.3.2. La diversificación hacia la actividad financiera en España.

Las primeras empresas españolas de distribución comercial que empezaron a ofertar productos financieros a sus clientes fueron los grandes almacenes -inicialmente, El Corte Inglés y después, la ya desaparecida Galerías Preciados-. Este tipo de empresas se ha caracterizado tradicionalmente por llevar a cabo estrategias de diferenciación, basadas específicamente en la prestación de un gran número de servicios adicionales al principal (venta de productos) a sus clientes, entre los que surgieron los financieros. Así, apareció la tarjeta de compra como un instrumento de *marketing* que facilitaba la venta, dotando de una mayor diferenciación a los productos¹²¹.

Posteriormente, la práctica de concesión de créditos al consumo a través de las tarjetas de compra se generalizó a otras fórmulas comerciales de distribución: primero a los supermercados, y después a los hipermercados y centros comerciales.

En la década de los ochenta, las empresas españolas de distribución comercial se van introduciendo en el negocio asegurador, siendo también los grandes almacenes las empresas pioneras en dichos negocios¹²². Al principio, únicamente llevaban a cabo actividades de comercialización de seguros de otras compañías, pero pronto comenzaron a producir y vender sus propios productos aseguradores¹²³, entre los que se incluyen los fondos de pensiones¹²⁴. Recientemente los hipermercados también están presentes en la actividad aseguradora¹²⁵.

¹²¹ La creación de la tarjeta de El Corte Inglés data del año 1962, y la de Galerías del 1969.

¹²² El Corte Inglés en 1986, creó su filial Centro de Seguros correduría, iniciando su presencia en el sector seguros (*Fuente: El País*, 31/5/1990).

¹²³ En 1990, El Corte Inglés creó su propia aseguradora: Seguros El Corte Inglés Vida, Previsión y Reaseguros (*Fuente: El País*, 31/5/1990).

¹²⁴ El Corte Inglés administra fondos de pensiones de empresas a partir de diciembre de 1995 (*Fuente: Expansión*, 21/12/1995).

El proceso de desarrollo de otras actividades financieras por las empresas comerciales, como por ejemplo la intermediación mobiliaria, ha sido similar: primero los grandes almacenes, y posteriormente, los hipermercados y centros comerciales¹²⁶.

Razones justificativas de la diversificación hacia la actividad financiera:

Los principales motivos que justifican las estrategias de diversificación de las grandes superficies hacia "negocios financieros" pueden resumirse en los siguientes:

a) Los consumidores actuales valoran en mayor medida el factor "ahorro de tiempo", que precisamente explica el éxito de los hipermercados, los centros comerciales o la tele-venta. Las grandes empresas de distribución comercial pueden ofrecer a sus clientes servicios y productos financieros en los mismos establecimientos que el resto de productos, evitando así desplazamientos adicionales de los consumidores, que además se benefician de horarios más amplios que los de la banca.

b) Al no disponer de redes de sucursales, las grandes superficies con inversiones razonables en nuevas tecnologías, pueden ofrecer a sus clientes servicios financieros a un coste entre un 30 y un 70 por ciento inferior al de las entidades de depósito¹²⁷. El consumidor, cada vez más sofisticado, prefiere comprar a un precio menor y a través de métodos próximos al autoservicio. Por tanto, la especialización del sector bancario en banca empieza a tener menos

¹²⁵ En 1995, Pryca empezó a vender seguros en sus establecimientos (*Fuente: Expansión*, 23/5/1995).

¹²⁶ Primero fueron los grandes almacenes los que empezaron a "vender" productos financieros, después los hipermercados y más adelante los centros comerciales (por ejemplo, el centro comercial Dendaraba de Vitoria, incluye una oficina de "autoservicios financieros" para solicitud de créditos y adquisición de valores) (*Fuente: El País*, 9/10/1988).

¹²⁷ Según estimaciones realizadas por Bain & Company España (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 2/11/1995).

valor: cada vez es más sencillo "que te compren servicios financieros vs. tener que venderlos".

c) La naturaleza del negocio de detallistas y bancos converge: una importante parte de las necesidades financieras de los consumidores está íntimamente ligada con la compra de bienes y servicios a los distribuidores detallistas. De ahí, que éstos emitan sus propias tarjetas de compra y/o proporcionen crédito a sus clientes, compitiendo, de este modo, contra productos estrella de los bancos, como los supercréditos o las supercuentas; aunque, de momento, se limitan sólo a sus propios clientes, a sus establecimientos y a ciertos productos financieros.

d) Hoy en día, introducirse determinados segmentos del negocio financiero no requiere excesivas inversiones -éstas eran necesarias en el modelo clásico de banca minorista basada en la red de sucursales-. Asimismo, el sector bancario no tiene demasiadas ventajas competitivas frente al detallista, en el desarrollo de las nuevas formas de banca, como la banca directa, dado que unos y otros han de realizar similares inversiones¹²⁸. En este sentido, el rápido desarrollo de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones contribuye a este acercamiento.

e) Además, la imagen de marca conocida y de confianza de las principales empresas de distribución comercial es una ventaja competitiva que les facilita su introducción en el negocio financiero.

Por tanto, existen oportunidades atractivas para las empresas de distribución comercial en el negocio financiero, al tiempo que disminuyen progresivamente las barreras y dificultades del entorno para poder aprovecharlas.

¹²⁸ El sector financiero tiende a convertirse en una "industria estándar" con unos productos altamente competitivos, dado que cada vez es menos necesario el asesoramiento financiero y se tiende a la "banca telefónica" (*Fuente: "M&S- from retail to finance", Post Magazine, 4/5/1995*).

2.3.3. Taxonomía de los productos financieros ofertados en la actualidad.

Entre las diversas actividades financieras desarrolladas por algunas empresas españolas de distribución comercial, destacan la emisión de tarjetas de compra, la concesión de créditos a clientes, la gestión de cuentas de tesorería y depósitos, la implantación de oficinas de cambios para el público, la realización y/o comercialización de seguros, fondos de inversión y de pensiones, así como las actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario.

2.3.3.1. Actividad de financiación al consumo privado: tarjetas de compra y concesión de créditos.

La actividad de financiación al consumo privado se ha generalizado en la mayoría de las grandes empresas españolas de distribución comercial¹²⁹. Este tipo de actividad se lleva a cabo a través de sociedades financieras -ya sean filiales de la empresa de distribución comercial¹³⁰ o sociedades participadas por ella¹³¹-, mediante una división de la propia empresa¹³², o a través de acuerdos de cooperación con determinadas entidades financieras¹³³. En ocasiones, las

¹²⁹ Por lo que compiten directamente con las entidades financieras en cuanto a la concesión de crédito al consumo privado. Sin embargo, hasta la reciente Ley de Crédito al Consumo, sus contratos de financiación al consumo permanecían al margen de la regulación. Ahora, se intenta equiparar el tratamiento legal de dichos créditos, independientemente de quien sea la entidad o empresa que lo conceda (*Fuente: Expansión, 30/6/1995*).

¹³⁰ Financiera Pryca es filial del Grupo Pryca; Erosmer, S.A del Grupo Eroski; la sociedad Gestión de Tarjetas S.A. de Cortefiel S.A.; y Finaconsa, Servicios Financieros Continente, Entidad de Financiación, S.A. es la filial financiera del Grupo Continente, que posee el 80 por ciento de su capital. (*Fuentes: Informes de Gestión Anuales*).

¹³¹ El grupo de Establecimientos Alfaro participaba en un 1 por ciento del capital de Banesto, entidad que gestionaba su tarjeta de crédito al consumo (*Fuente: El País, 25/4/1989*) y Galerías Preciados participaba en un 49 por ciento del capital de la financiera Cofigasa, que gestionaba su tarjeta de compra.

¹³² Es el caso del Grupo El Corte Inglés, cuya actividad de financiación al consumo se desarrollaba a través de sus tres filiales aseguradoras: Centro Seguros, Seguros El Corte Inglés Vida y Seguros El Corte Inglés Ramos Generales y Reaseguros, hasta que creó su filial financiera. Solicitó autorización al Ministerio de Economía para crear una sociedad filial financiera (Financiera El Corte Inglés Entidad de Financiación), para gestionar sus 2,5 millones de tarjetas de compra y realizar toda una gama de operaciones de activo, siendo la primera financiera por activos totales (*Fuente: Cinco Días, 5/7/1995*).

sociedades financieras piden su transformación¹³⁴ o conversión en banco¹³⁵, principalmente con la finalidad de ampliar su ámbito operativo, así como el plazo de los créditos que otorgan a los clientes, ya que la Ley de Ventas a Plazo sólo permite a las entidades de financiación conceder créditos hasta un máximo de 48 meses¹³⁶.

La actividad de financiación al consumo de las empresas de distribución comercial engloba, principalmente, la financiación de las ventas a plazos, la

¹³³ Entre otros casos, la financiación al consumo y la tarjeta de Alcampo se gestionan por la entidad financiera Finamersa, filial del Banco Central Hispano, con la que tiene establecido un acuerdo; la tarjeta privada de la Asociación Profesional de Industriales y Comerciantes del Suroeste de Madrid se gestiona por el Banco Popular Español que ha creado un departamento específico para la gestión de tarjetas; y Finanzia Banco de Crédito S.A. gestiona la tarjeta del grupo de distribución Inditex (Zara, Massimo Dutti, etc.).

¹³⁴ La sociedad Fimestic, participada mayoritariamente por Cetelem, banco francés especializado en crédito y servicios financieros del grupo francés Compagnie Bancaire solicitó al Ministerio de Economía su transformación en banco. Esta sociedad está especializada en la financiación al consumo privado en las cadenas comerciales, con las que previamente ha establecido un acuerdo, diseñando productos de crédito y gestionando sus tarjetas de crédito privativas. Fimestic tiene establecidas alianzas con las cadenas de venta de electrodomésticos Tien 21, Master o Expert, y las de muebles Comforama o Muebles La Fábrica, entre otras. Gestionaba en 1994, 45.000 tarjetas y su volumen de producción en dicho período fue de 26.454 millones de pesetas, su inversión crediticia de 23.630 millones de pesetas y su beneficio antes de impuestos de 580 millones (*Fuente: Cinco Días*, 19/6/1995).

¹³⁵ El 51 por ciento de Cofigasa, filial financiera de Galerías Preciados (ésta poseía el 100 por ciento de su capital), fue vendido a Crédit Agricole de Francia, el 31 de agosto de 1989. El banco Crédit Agricole convertía de este modo a Cofigasa en plataforma para el desarrollo de su negocio de banca al por menor en España, es decir en un vehículo que permitía aprovechar redes de distribución independientes y especializadas en venta de productos financieros mediante crédito al consumo, desarrollando, al mismo tiempo, nuevos productos financieros, como pólizas de seguro y créditos hipotecarios, entre otros (*Fuente: El País*, 27/2/1989). Actualmente, Cofigasa gestiona las tarjetas privadas de compra de la cadena de ropa masculina Enrico, de la cadena de hipermercados de bricolaje Texas Hiperhogar, de los establecimientos de la cadena Multiópticas, del grupo de ocio Fnac, de la Asociación de Comerciantes de Sant Gervasi (Barcelona) y de la Unió de Botiguers de Sant Feliú de Llobregat, facturando en 1994, alrededor de 50.000 millones de pesetas (*Expansión*, 12/3/1995).

¹³⁶ Actualmente, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, entre las que figuran las de financiación, tienen prohibido tomar depósitos o préstamos a la vista, por un plazo indeterminado o por plazos inferiores a los que determine el Ministerio de Economía y Hacienda que, en ningún caso podrán ser inferiores a un año (Ley 26/1988 de 29 de Julio sobre "Disciplina e intervención de las entidades de crédito"). Según el reglamento sobre el régimen jurídico de las entidades de financiación, aprobado a finales del año 1995, estas entidades no pueden captar recursos del público, ni siquiera a plazos superiores a un año (*Fuente: Cinco Días*, 5/7/1995). Las empresas con estatuto de banco pueden financiarse con cargo a los depósitos de sus clientes, lo cual reduce su coste financiero.

concesión de créditos mediante tarjetas de compra, los créditos rotativos o “*revolventes*” (*revolving credit*), e incluso, en algunos casos, la concesión de préstamos hipotecarios¹³⁷. La mayor parte del crédito al consumo privado generado por estas empresas se centraliza a través del servicio de sus tarjetas privativas o de compra¹³⁸ que, en ocasiones, ofrecen líneas permanentes de crédito o créditos rotativos. En este tipo de crédito se parte de una limitación cuantitativa del mismo que se ciñe a subperíodos concretos durante todo el tiempo de duración del contrato. La concesión del crédito no versa sobre una cantidad concreta y única sino que en su fijación actúa, además, un límite temporal a cuya terminación puede llegar a renovarse el crédito automáticamente por un período idéntico al anterior (Gete-Alonso 1990: 55). Es un préstamo en permanente renovación que se contrata con un consumidor para facilitarle la adquisición de bienes y servicios¹³⁹.

El fenómeno de las tarjetas de crédito¹⁴⁰ se inicia en España, precisamente a través de los grandes almacenes que crean unas tarjetas (de compra) que se proyectan como crédito focalizado hacia la compra y obtención de servicios en establecimientos determinados, no existiendo más que una relación entre el emisor de la tarjeta -que es a la vez el establecimiento donde se puede usar- y el titular de la misma (tarjetas bilaterales) (Pérez-Serrabona y Fernández, 1993: 23). Posteriormente, empresas cuyo objeto principal era la

¹³⁷ El Corte Inglés, a través de su Centro de Seguros, y mediante un acuerdo con el Grupo Argentaria, distribuye un préstamo hipotecario: el Crédito Casa Total (*Fuente: Banca Comercial*, 6/7/1994).

¹³⁸ Son aquellas tarjetas creadas por empresas que se dedican principalmente a la explotación de un determinado negocio de cara al público (Gete-Alonso 1990: 13-17). Denominadas tarjetas de cliente *stricto sensu* (*Comunicación de la Comisión al Consejo UE*, de 12 de enero de 1987, Anexo punto 4.4.).

¹³⁹ Financiera Pryca, la entidad que gestiona la tarjeta de la compañía, ofrece a sus clientes a través de su sistema “cuenta permanente”, un préstamo inmediato de dinero por un importe máximo de hasta el saldo disponible en su cuenta permanente, con un límite que no supere las 300.000 pesetas. El usuario solicita el crédito para realizar la compra dentro de la red de hipermercados o pagar un servicio “fuera de ella” (ya que se concede igualmente para financiar viajes, arreglos en el hogar o “desembolsos imprevistos”). De ser aprobado, Pryca transfiere a la cuenta corriente del interesado el dinero y, posteriormente, éste presenta a la cadena la factura del servicio o del bien comprado (*Fuente: Cinco Días*, 5/7/1995).

¹⁴⁰ Las tarjetas propiamente de crédito son aquellas que facilitan la función de pago concediendo además crédito al titular de las mismas (Gete-Alonso 1990:14).

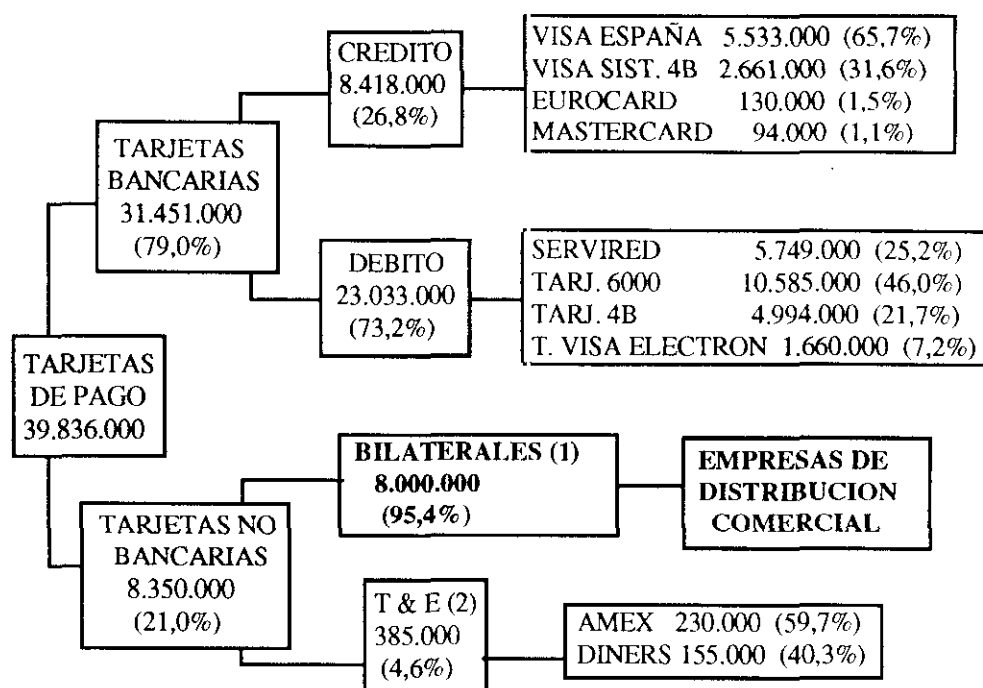
emisión y gestión de tarjetas de crédito¹⁴¹, así como entidades financieras¹⁴², fueron introduciéndose en este mercado. Durante el período que media entre 1989 y 1994, en España¹⁴³, se ha incrementado considerablemente la utilización de las tarjetas de crédito como medio de pago¹⁴⁴ (gráfico 2.8.).

¹⁴¹ Por ejemplo, la tarjeta Diner's Club y la tarjeta American Express.

¹⁴² Son tarjetas bancarias las emitidas por entidades de crédito, como la Barclaycard del Banco *Barclay's* o la Bankamericard del *Bank of America*; y las gestionadas por bancos y cajas de ahorros, como las Visa, Mastercard o Eurocard.

¹⁴³ En los EE.UU. es donde el mercado de tarjetas de crédito está más desarrollado. Sin embargo, en Europa se está empezando a generalizar, de una forma similar, el uso de este medio de pago. El porcentaje de transacciones realizadas a través de tarjetas de crédito en cada país europeo sobre el total de transacciones realizadas en Europa con dicho medio de pago fue, durante el año 1992, del 39 por ciento en el Reino Unido, del 38 por ciento en Francia, del 6 por ciento en España, del 5 por ciento en Alemania, del 4 por ciento en Escandinavia, del 2 por ciento en Benelux y del 4 por ciento en otros países europeos (*Fuente: Retail Banker International*, 28/9/1994: 6).

¹⁴⁴ El aumento del número de tarjetas de crédito durante 1994 se corresponde con el descenso de la utilización de las tarjetas de débito, es decir, aquéllas que en principio, sirven exclusivamente como medio de pago, dado que cargan el importe de su utilización en la cuenta del titular en ese mismo instante (también llamadas de caja abierta o caja permanente). El número de tarjetas 6000 ha disminuido un -15,99 por ciento, el de 4B un -8,79 por ciento y el de Servired un -2,57 por ciento (*Fuente: Ausbanc*, julio 1995: 56-57).



(1) Se trata de un dato estimado por referirse a tarjetas privadas.

(2) Tarjetas de viaje y ocio (Travell and Entertainment).

Gráfico 2.8.: Número de tarjetas de pago emitidas en España. Año 1994.

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago (SEMP).

Las tarjetas de compra o tarjetas privadas creadas por las empresas de distribución comercial, se emiten con la finalidad de captar un mayor número de clientes, ya que facilitan el pago de las compras realizadas o de los servicios prestados admitiendo la simplificación de aquél y permitiendo un aplazamiento en el desembolso del mismo¹⁴⁵. Constituyen un poderoso instrumento de *marketing*

¹⁴⁵ Estas tarjetas se conceden a futuros titulares después de rellenar un formulario breve y una solicitud que se hace a la empresa de distribución comercial en la que se indican los datos de identificación personal, puesto de trabajo (para determinar las disponibilidades de rentas regulares en el tiempo que va a tener el futuro titular), resumen de referencias bancarias (tanto para domiciliar el pago como para hacer las pertinentes comprobaciones que eviten la existencia de titulares con antecedentes financieros no deseables), forma de pago (lo que va a determinar que nos encontremos ante una tarjeta de compra o ante una tarjeta que conceda crédito), domiciliación de los pagos (sin perjuicio de que siempre podrá hacerse en la sede de la entidad emisora-establecimiento), personas autorizadas para la utilización de la tarjeta, lo que conllevará la creación de tarjetas suplementarias,...

Una vez concedidas y concertado el contrato son válidas en todos los establecimientos de la empresa distribuidora. Los importes devengados como consecuencia de las compras efectuadas se hacen efectivos en la modalidad elegida y concertada con la entidad emisora, normalmente a fin

comercial que motiva una mayor fidelidad de los clientes, al darles la posibilidad de formar parte de una especie de club de privilegiados y al ampliar su capacidad de compra. De este modo, se ven estimulados a comprar más de lo estrictamente necesario. Y además, permiten a la empresa crear una base de datos de sus clientes y conocer sus hábitos de compra. Su ámbito es más reducido que el de las tarjetas propiamente de crédito, pues únicamente permite el pago de los bienes o servicios proporcionados por los establecimientos de los que es propietaria la empresa emisora o aquellos que ésta autorice. Es frecuente que ofrezcan una amplia gama de bienes y servicios adicionales a los titulares¹⁴⁶ -promociones y descuentos especiales, cheques regalos, prioridad en las rebajas, envío de la revista de la entidad, aparcamiento gratuito, e incluso un seguro de pérdida o robo de la tarjeta¹⁴⁷.

En definitiva, el contrato de tarjeta de compra se diferencia del de tarjeta de crédito (ya sea bancaria o no bancaria) en las siguientes características: comporta una obligación de servicios que presta la entidad emisora, su duración es indefinida, no permiten obtención de dinero¹⁴⁸, normalmente es un contrato bilateral y su carácter es gratuito, es decir, no existe obligación de pago de una cantidad dineraria en contraprestación al servicio prestado (Gete-Alonso 1990: 93-114), independientemente de los intereses que pueda devengar el crédito.

Este tipo de tarjetas de cliente, aunque “no pueden denominarse técnicamente tarjetas de crédito porque la concesión del crédito no es lo principal en ellas y sí la de ser medios de pago” (Gete-Alonso 1990: 15), suelen comportar

de mes, sin perjuicio de poder utilizar otros plazos o establecer un sistema de crédito “revolvente” (Pérez-Serrabona y Fernández, 1993: 23).

¹⁴⁶ Eroski ofrece a los propietarios de su tarjeta la posibilidad de obtener ventajas sociales de las empresas de la cooperativa Mondragón (*Fuente: Cinco Días*, 5/7/1995)

¹⁴⁷ Este servicio ha sido introducido recientemente por El Corte Inglés.

¹⁴⁸ Lo cual las diferencia de las tarjetas de débito. Sin embargo, en algunos países, como Japón, si que es “posible”. Así, los grandes almacenes Seibu participan en los negocios de los medios de pago. En 1990, tenía cinco cajeros automáticos propios y sus clientes, titulares de su tarjeta de compra, tenían acceso a otros 1.100 dispensadores de dinero efectivo propiedad de otras empresas no financieras (*Fuentes* “Enter the Outsiders”, *The Economist*, 25/3/1989, n. 310, pp. S24-S33 e “International Banking: All in It Together”, *The Economist*, 7/4/1990, n. 315, pp. S34-S40).

una cierta concesión de crédito, al admitir el fraccionamiento y los aplazamientos del pago¹⁴⁹. El tipo de interés medio que aplican a tales créditos varía de unas empresas a otras¹⁵⁰, así como los aplazamientos de pago que ofrecen¹⁵¹ y los límites de crédito, aunque en ningún caso es inferior a 100.000 pesetas.

Por tanto, en este tipo de contratos se prevé el aplazamiento del pago en metálico; la acumulación o concentración en un momento temporal del cumplimiento de esas obligaciones de pago, que pierden su individualidad; y la posibilidad de fraccionar el pago de las cantidades acumuladas, durante un plazo. Por ello, se trata de un “contrato normativo privado de carácter atípico” (Gete-Alonso 1990: 102), y como tal, plantea el problema de la eficacia obligatoria¹⁵².

Actualmente, la utilización de la tarjeta por parte de los clientes de las empresas de distribución comercial, es un fenómeno muy extendido en España; por ello, la mayoría de los grandes grupos ya disponen de su propia tarjeta. Así,

¹⁴⁹ Se trata de una auténtica tarjeta de crédito, ya que conceden unos plazos para el pago (tres, seis, nueve, doce,... o treinta y seis meses) (Vicent, F (1986): *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, Barcelona, vol. II, p. 752). “Las tarjetas de cliente, estas son las tarjetas compra y las de débito, pueden ser auténticas tarjetas de crédito en cuanto que comportan la concesión del mismo” (*Comunicación de la Comisión al Consejo UE*, de 12 de enero de 1987, Anexo punto 4).

¹⁵⁰ El 31 de julio de 1995, el interés nominal de la tarjeta Alcampo y el de la tarjeta Agil de Continente era en ambos casos del 2,2 por ciento mensual, siendo la tasa anual equivalente (TAE) del 29,84 por ciento; el interés de la tarjeta del Grupo Inditex (Zara) era del 2,1 por ciento nominal mensual (TAE: 28,32 por ciento) y la tarjeta de Pryca devengaba un interés del 25,49 por ciento TAE; mientras que la tarjeta de El Corte Inglés ofrecía una financiación gratuita de 30 a 60 días (*Fuente: Condiciones generales de los contratos de las distintas tarjetas*). Fimastic, sociedad financiera que gestiona tarjetas de cadenas de distribución, en junio de 1995 exigía un tipo del 18 por ciento en los créditos al consumo tradicionales y del 23,9 por ciento en las cuentas permanentes de crédito que concedía a través de las tarjetas privativas de cada cadena asociada (*Fuente: Cinco Días*, 19/6/1995).

¹⁵¹ En el caso de El Corte Inglés, el crédito es de 45 días. Galerías Preciados concedía el mismo crédito, aunque ofrecía la modalidad de “pago revolvente” (el cliente podía pagar el 100 por ciento de su compra finalizado el plazo o ir pagando cada cierto tiempo una cantidad fija). Cortefiel ofrece la modalidad de pago de la deuda fraccionado en tres partes, a 30, 60 y 90 días (*Fuente: Condiciones generales de los contratos de las distintas tarjetas*).

¹⁵² No existe una regulación jurídica específica de las tarjetas de crédito. “Estos nuevos medios de pago, de garantía y de crédito han alcanzado cotas de utilización muy altas, por lo que el Estado no puede dejarlo exclusivamente en manos de particulares, sin ningún tipo de intervención, como ya ha sido puesto de manifiesto por la Directiva 93/13/UE de 5 de Abril” (Pérez-Serrabona y Fernández, 1993:107-14).

a las más antiguas, como las de El Corte Inglés, la ya desaparecida Galerías Preciados y Cortefiel, se han sumado las de Pryca, Alcampo, Continente, Jumbo y Eroski, y las más recientes como Zara y Fnac (cuadro 2.13.)¹⁵³.

	Fecha de creación	Número de tarjetas (1) (o titulares) 1994	Número de tarjetas(1) (o titulares) 1995	Ventas a través de la tarjeta 1994 (mill.pts)	Utilización media 1994	Entidad gestora
EL CORTE INGLÉS	1962	2.500.000	4.100.000	600.000 (60% de su facturación)	70 %	El Corte Inglés (2)
GALERIAS PRECIADOS	1969	1.600.000	0			Cofigasa
CORTEFIEL	1979	1.200.000		(45% de su facturación)		Santander de tarjetas
MERCADONA	nov. 86	300.000 tit	350.000 tit	22.800 (12% de su facturación)	42 %	Mercadona
PRYCA		1.200.000 185.000 tit	220.000 tit	12.000 (2,31% de la facturación)		Financiera Pryca
CONTINENTE	1990	1.000.000				Finaconsa
EROSKI		100.000 tit	250.000 tit	30.000 (15 % de la facturación)		Finanzia (BBV)
ALCAMPO	1992	80.000 tit.				Finanmersa (BCH)
GRUPO INDITEX (ZARA)		300.000 tit		(7 % de su facturación) 15% en agost.95 (15.000)		Finanzia (BBV)
FNAC		11.000 tit.				Cofigasa (BCH)

(1) Es preciso señalar que una cosa es el número de tarjetas y otra el número de cuentas (o titulares), ya que es normal que sea el cabeza de familia el titular de la tarjeta y que solicite otras para su conyuge o sus hijos, existiendo a veces hasta un total de nueve tarjetas pertenecientes a una sola cuenta.

(2) A partir del año 1996 la tarjeta de esta entidad se gestiona por su filial Financiera El Corte Inglés.

Cuadro 2.13.: Principales tarjetas privadas.

Fuentes: Elaboración propia a partir de los *Informes de Gestión Anuales*, *Expansión*, 6/1/1994, *Expansión*, 4/5/1995, *Expansión*, 8/6/1995, *Cinco Días*, 13/6/1995, *Cinco Días*, 5/7/1995 y *Expansión*, 8/8/1995.

¹⁵³ La mayor utilización de la tarjeta de compra en estas empresas repercute en sus períodos medios de cobro a clientes (véase cuadro 2.1).

2.3.3.2. Cuentas de tesorería y depósitos.

Algunas grandes empresas de distribución comercial mantienen cuentas de tesorería con sus empleados, a modo de depósitos remunerados a tipo de mercado¹⁵⁴ y tienen domiciliadas las nóminas de sus trabajadores. De este modo, estas empresas disponen de unos recursos ajenos seguros y a más bajo coste que los ofrecidos por el mercado financiero. A su vez, garantizan un mercado cautivo con sus propios empleados, a quienes también conceden la posibilidad de acceder a créditos de bajo coste, amén de descuentos en las compras realizadas en sus establecimientos.

En ocasiones, el sueldo de los trabajadores queda en depósito en la empresa, en cuentas existentes al efecto, de las que el trabajador dispone según sus necesidades mediante talón o por extracción en un cajero automático propio instalado en cada centro, y por cuyo saldo medio percibe una remuneración atractiva. Los ahorros acumulados por el empleado y depositados en la propia empresa son disponibles en su integridad, y en cualquier momento, por el titular de la cuenta.

Algunas empresas han establecido acuerdos con entidades financieras para permitirles instalar cajeros automáticos en sus establecimientos¹⁵⁵, ofreciendo, de este modo, a sus clientes, la posibilidad de efectuar ciertas operaciones bancarias en los mismos¹⁵⁶. Incluso otras -como por ejemplo la

¹⁵⁴ A 28 de febrero de 1995, el saldo de las cuentas corrientes mantenidas por los trabajadores de El Corte Inglés durante el año 1994 ascendía a 15.506 millones de pesetas. Siendo de 10.649 millones en 1990, de 12.628 en 1991, de 14.383 en 1992 y de 15.225 en 1993 (*Fuente: Informes de gestión anuales*).

¹⁵⁵ Es frecuente que las empresas de distribución comercial cobren un cánon a dichas entidades financieras, por el derecho a la instalación de sus cajeros automáticos en los establecimientos comerciales; lo cual refleja el elevado poder que las empresas comerciales están adquiriendo respecto al resto de agentes económicos con los que se relacionan.

¹⁵⁶ Los clientes de Open Bank (filial telefónica del Banco Santander) pueden operar a través de El Corte Inglés, en los Servicios de Atención al Cliente de cada vez más establecimientos. Pueden realizar en los grandes almacenes las operaciones más habituales de una sucursal bancaria mediante la tarjeta 4B (ingresos en efectivo, depósitos de cheques y tener la posibilidad de disponer de hasta 500.000 pesetas al día, con cargo a su cuenta corriente). Este acuerdo, que constituye otro paso en la estrategia de diversificación de El Corte Inglés,

cadena Zara- poseen participaciones en bancos -esta empresa de distribución comercial participa en el capital del Banco 21, que posteriormente absorbió al Banco de Galicia¹⁵⁷.

2.3.4. Otras actividades de intermediación y servicios financieros.

2.3.4.1. Producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones.

El negocio asegurador desarrollado por las empresas de distribución comercial empieza a ser bastante frecuente en España. Inicialmente se introdujeron en dicho negocio los grandes almacenes; éstos llevaban a cabo exclusivamente actividades de comercialización de seguros de otras compañías¹⁵⁸. Más adelante, comenzaron a producir y vender sus propios productos aseguradores¹⁵⁹. Recientemente los hipermercados también están presentes en la actividad aseguradora¹⁶⁰.

A partir de 1992, cuando entró en vigor la Ley de Distribución del Seguro¹⁶¹, se permitió que las entidades financieras y los grandes almacenes

contempla la posibilidad de incluir nuevos servicios financieros (*Fuentes: Negocios, 4/5/1995; Cinco Días, 4/5/1995 y Expansión, 4/5/1995*).

¹⁵⁷ El Banco de Galicia es muy parecido a una Caja de Ahorros, en cuanto que posee un elevado volumen de depósitos de particulares y PYME. Ello le permite disponer de suficientes recursos que canaliza a través de créditos en los establecimientos de la cadena.

¹⁵⁸ El Corte Inglés en 1986, creó su filial Centro de Seguros correduría, iniciando su presencia en el sector seguros. A través de esta correduría vende los seguros de las principales aseguradoras asentadas en España (*Fuente: El País, 31/5/1990*). Galerías Preciados vendía seguros de la compañía suiza Winterthur (*Fuente: El País, 28/5/1988*).

¹⁵⁹ En 1990, El Corte Inglés creó su propia aseguradora: Seguros El Corte Inglés Vida, Previsión y Reaseguros, mediante la cual gestiona y vende seguros de vida y fondos de pensiones (*Fuente: El País, 31/5/1990*) y lanza nuevos productos, como el seguro de ahorro *Ahorro Plan* (*Fuente: Cinco Días, 30/11/1995*). A través de su filial Seguros El Corte Inglés Ramos Generales, comercializa los seguros del ramo no vida.

¹⁶⁰ En 1995, Pryca empezó a vender seguros en sus establecimientos (*Fuente: Expansión, 23/5/1995*).

¹⁶¹ La Ley de Distribución del Seguro, llamada de “puertas afuera”, regula fundamentalmente la figura del corredor de seguros. El capítulo de incompatibilidades reseña que el corredor tiene un objeto exclusivo: la venta de seguros, y no garantiza la independencia del

vendieran seguros por cuenta propia, compitiendo, de este modo, directamente con los agentes y corredores de seguros. Hasta entonces sólo podían vender seguros por cuenta ajena, a través de una agencia de seguros o, como El Corte Inglés, con su propia correduría¹⁶².

Para comercializar productos de otras empresas aseguradoras o financieras es habitual que las grandes empresas de distribución comercial establezcan acuerdos de colaboración con las mismas¹⁶³.

2.3.4.2. Actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario.

Algunas empresas del sector de la distribución realizan operaciones de intermediación bursátil, ofreciendo así otro servicio financiero a sus clientes. Es habitual comercializar o/y participar en la gestión de algún fondo de inversión mediante acuerdos o alianzas con entidades financieras¹⁶⁴.

Igualmente, la actividad en el sector inmobiliario es práctica extendida. Las grandes empresas de distribución comercial se dedican a la promoción y/o construcción de zonas comerciales, oficinas, viviendas, centros de ocio y naves

corredor, que muchas veces tiene detrás a un grupo financiero, y por tanto una aseguradora, y una cierta tendencia a vender los productos aseguradores de la compañía del grupo. Los corredores pueden vender, según esta ley, otros productos financieros que antes tenían prohibidos (*Fuente: El País*, 17/2/1991).

¹⁶² A raíz de esta ley, El Corte Inglés creó su red de agentes formados por la propia empresa para comercializar los productos diseñados por una de las compañías que estos grandes almacenes tienen en este sector: Seguros El Corte Inglés Vida (*Fuente: Expansión*, 1/9/1992).

¹⁶³ El Corte Inglés y JP Morgan mantienen una alianza en el negocio de fondos de pensiones. La filial española del banco norteamericano es la entidad depositaria. El fondo se comercializa a través de la correduría de seguros de El Corte Inglés (*Fuente: Expansión*, 3/7/1995).

¹⁶⁴ Así, El Corte Inglés en 1993, firmó un acuerdo con el Grupo Santander -líder en fondos de inversión- para la comercialización de los mismos a través del Centro de Seguros, con la aprobación del Ministerio de Economía y Hacienda y la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Antes del acuerdo, el Centro de Seguros de El Corte Inglés modificó sus estatutos para ampliar su objeto social a la intermediación de productos diferentes a los seguros (*Fuentes: Cinco Días*, 21/9/1993 y *Expansión*, 22/12/1993). A través de los centros comerciales de El Corte Inglés e Hipercor también se comercializa un fondo de inversión del Banco Central Hispano (*Fuente: Banca Comercial*, 6/7/1994) y de Argentaria (*Fuente: Expansión*, 28/8/1995).

industriales¹⁶⁵, obteniendo importantes rendimientos, bien arrendándolos¹⁶⁶, o bien mediante su compra-venta¹⁶⁷. En este negocio participan tanto los grandes almacenes¹⁶⁸ como los hipermercados españoles¹⁶⁹ (véase cuadro 2.14.).

Dentro del negocio inmobiliario, la inversión en centros comerciales es la más rentable y la que mayor crecimiento ha supuesto en los últimos años¹⁷⁰. En la mayoría de los casos, los inquilinos de los locales comerciales pagan un alquiler fijo por metro cuadrado y un tanto por ciento sobre sus ventas¹⁷¹.

¹⁶⁵ El grupo de Establecimientos Alfaro poseía una empresa dedicada a la construcción de naves industriales en la que también participaba Banesto (*Fuente: El País*, 25/4/1989).

¹⁶⁶ La cadena comercial Celso García explotaba sus inmuebles alquilándolos (*Fuente: El País*, 27/6/1989). Galerías Preciados también alquilaba algunos de sus inmuebles (*Fuente: ABC*, 31/12/1989).

¹⁶⁷ El Corte Inglés compró en 1993 los activos inmobiliarios de Prima Inmobiliaria en Madrid (*Fuente: Expansión*, 3/9/1993). Alcampo entró en el sector inmobiliario en 1990, comprando el 50 por ciento de Cointe, en Canarias, por 4.000 millones de pesetas (*Fuente: Expansión*, 16/6/1990). Centros Shopping, filial inmobiliaria de Continente participada también por el BBV, vendió al grupo inversor holandés Foram, en 1992, el Centro Comercial Montigalá, en Barcelona y en 1995 el centro comercial La Rosaleda, en Málaga (*Fuente: Expansión*, 30/6/1995).

¹⁶⁸ El Corte Inglés es propietario de más del 60 por ciento de los 30.000 metros cuadrados del Centro Comercial Salesas, de Oviedo y la empresa nacional Mercasa posee más de 35.000 metros cuadrados del Centro Comercial Getafe-3 (*Fuente: Dinero*, n. 314, pp. 39-41).

¹⁶⁹ Pryca desarrolla directamente su actividad inmobiliaria y en junio de 1995 era propietaria de 37 centros comerciales, con 1.200 locales alquilados y una superficie de 115.000 metros cuadrados. Sus ingresos por alquileres fueron en 1994 de 4.500 millones de pesetas. Alcampo también desarrolla de forma directa su actividad de alquiler de centros comerciales. Continente lo realiza a través de su filial inmobiliaria, Centros Shopping, que contaba con 137.389 metros cuadrados de superficie bruta alquilable en propiedad en junio de 1995 y unos ingresos de 2.991 millones de pesetas por alquileres en 1994 (*Fuente: Expansión*, 5/6/1995).

¹⁷⁰ La superficie bruta alquilable en centros en funcionamiento creció entre junio de 1994 y junio de 1995 en 482.000 metros cuadrados, que suponen un incremento del 15 por ciento. Durante 1996 y 1997 se estima que se abrirán en España 51 nuevos centros comerciales, por lo que el número de centros ascenderá a 377, con una superficie bruta alquilable de 4,7 millones de metros cuadrados (*Fuente: Cinco Días*, 24/7/1995).

¹⁷¹ La rentabilidad media por alquiler de centros comerciales en 1989, oscilaba entre el 9,5 y el 10 por ciento anual. La inversión en oficinas sólo ofrecía un 7,5 por ciento en las grandes ciudades, y la compra de pisos tenía una rentabilidad inferior al 7 por ciento (*Fuente: Dinero*, Nº 314: 39-41). En 1995, los alquileres oscilaban entre las 3.500 y 7.000 pesetas por metro cuadrado y mes (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 24/7/1995).

BENEFICIOS EXTRAORDINARIOS	1990		1991		1992		1993		1994	
	Mill.	% s/BN	Mill.	% s/BN	Mill.	% s/BN	Mill.	% s/BN	Mill.	% s/BN
EL CORTE INGLÉS (Grupo)	1.023	3,03	1.735	4,54	2.788	8,89	2.177	6,73	2.196	6,54
PRYCA	-63	-1,1	1.076	10,1	-498	-3,68	-222	-1,47	-216	-1,19
CONTINENTE	-	-	-	-	10,5	0,19	29,5	0,32	144	1,23
MERCADONA	830,6	33,97	1.917	187,1	-62	-3,29	20,1	1,39	-	-
MAKRO	-	-	-	-	830,6	41,80	-1439	54,63	-	-
SABECO	28,7	4,91	177,8	19,45	-118	-12,4	-160	-11,4	-207	-11,2
SIMAGO	28,45	BN<0	168	379,2	-162	BN<0	-811	BN<0	-	-
UNIDE	-	-	-	-	25,53	7,06	12,79	3,84	-	-
CAPRABO	184,4	11,48	13,6	1,28	-5,7	-0,49	-799	-48,4	1.561	34,17
GALERIAS PRECIADOS	932,2	24,1	1.180	94,5	1.599	-14,5	-	-	-	-

Cuadro 2.14.: Beneficios Extraordinarios en millones de pesetas y en % sobre Beneficio Neto.

Fuente: Registro Mercantil, *Anuario Financiero de la Distribución*, 1995 y elaboración propia.

2.3.5. Tendencias previsibles de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial.

Las estrategias de diversificación de las grandes empresas españolas de distribución comercial hacia el negocio financiero, son relativamente recientes. Por tanto, predecir el futuro de la actividad financiera desarrollada por estas empresas, todavía en fase incipiente, es un ejercicio arriesgado de previsión.

El antecedente más inmediato al caso español lo constituye la empresa norteamericana de distribución Sears Roebuck & Co., pionera en el desarrollo del negocio financiero y con una mayor experiencia en el mismo¹⁷². En el año 1992,

¹⁷² Estuvo desarrollando este negocio durante 12 años (desde 1980 hasta 1992).

sin embargo, a raíz de una profunda crisis financiera, decidió volver a su “*core business*”, esto es, centrarse exclusivamente en su negocio inicial: el de la distribución, y terminar de esta forma, con la estrategia de diversificación iniciada en los años ochenta, vendiendo todos sus negocios financieros. Así logro resurgir, y actualmente intenta recuperar el liderazgo en el sector de la distribución norteamericano.

En España, la empresa que más experiencia tiene en el citado negocio es El Corte Inglés, si bien todavía está iniciándose en muchas de las facetas incluidas dentro del mismo. Hasta ahora, su trayectoria en el negocio financiero, llevado a cabo principalmente por sus filiales aseguradoras, ha sido bastante favorable (cuadro 2.15.).

BENEFICIO NETO (en miles de pesetas)	1990	1991*	1992	1993
Centro de Seguros, Correduría de Seguros, S.A.	119.003	134.789	180.100	326.713
Seguros El Corte Inglés, Vida, Pensiones y Reaseguros, S.A.	–	50.820	75.258	133.553
Seguros El Corte Inglés, Ramos Generales y Reaseguros, S.A.	–	7.085	12.394	31.767

* En el año 1991 fue cuando se inició la actividad aseguradora de las filiales Seguros El Corte Inglés, Vida, Pensiones y Reaseguros, S.A. y Seguros El Corte Inglés, Ramos Generales y Reaseguros, S.A.

Cuadro 2.15.: Beneficio Neto del negocio financiero (seguros e intermediación bursátil) de El Corte Inglés.

Fuente: Informes de Gestión Anuales, 1991, 1992 y 1993.

Por ello, esta empresa continúa introduciéndose en actividades financieras, si bien en muchos casos en colaboración con entidades financieras, conocedoras de este negocio¹⁷³.

¹⁷³ El proceso de diversificación de El Corte Inglés constituye un crecimiento todavía pendiente. Las divisiones diversificadas son aún relativamente pequeñas en comparación con el total del grupo, tanto por lo que se refiere al capital como a las ventas. El Corte Inglés no facturó en su división diversificada -seguros, informática, viajes- más del 5 por ciento en el

Los mercados financieros observan tradicionalmente las estrategias de diversificación con cierta cautela y hasta con reticencias, porque en muchas ocasiones han sido la causa de crisis de importantes grupos empresariales¹⁷⁴.

En definitiva, las estrategias de diversificación hacia negocios no relacionados con la actividad principal de la empresa, y por tanto “desconocidos” para la misma, son muy arriesgadas. Por ello, las empresas deben tener presente la vía de desarrollo alternativa a los crecimientos interno y externo “tradicionales”, que se basa en los acuerdos y alianzas de cooperación entre empresas. Así, las empresas de distribución comercial también pueden desarrollar el negocio financiero, estableciendo acuerdos cooperativos con otras empresas que conozcan y tengan experiencia en dicho negocio, como por ejemplo, las entidades financieras.

2.3.5.1. Participación de entidades financieras en las empresas de distribución comercial y acuerdos de cooperación.

El sector de la distribución comercial constituye un mercado potencial muy importante para los grupos financieros, que pueden ofrecer una amplia gama de productos y servicios bancarios, entre los que figura la tarjeta de compra¹⁷⁵.

La presencia de entidades financieras en el capital de las grandes empresas de distribución comercial es cada vez más frecuente. Algunos bancos y

ejercicio 1993, si bien este porcentaje tenderá a incrementarse en el futuro, según vaya introduciéndose en nuevas áreas de negocio (*Fuente: El País, 7/5/1995*).

¹⁷⁴ Por ejemplo, la decisión de diversificar hacia el sector inmobiliario fue el origen de los problemas financieros y la crisis del Grupo Alfaro, ya que tuvo que prestar dinero y otorgar garantías a un proyecto que la crisis inmobiliaria convirtió en ruinoso (*Fuente: Expansión, 9/3/1995 y 16/5/1995*).

¹⁷⁵ Entidades como el Banco Popular han creado departamentos específicos para la gestión de tarjetas; el Banco Central Hispano, a través de su filial financiera Finamersa, se ha hecho con la gestión de la tarjeta de crédito de la cadena de hipermercados Alcampo. Después de la adjudicación de Galerías Preciados a El Corte Inglés, La Caixa asumió el negocio bancario derivado del uso de la antigua tarjeta de Galerías gestionada por Cofigasa, que permite créditos en las compras en 5.000 comercios de Barcelona (*Fuente: Expansión, 9/11/1995*).

cajas de ahorros participan en centros comerciales¹⁷⁶, así como en cadenas españolas de hipermercados¹⁷⁷, de supermercados¹⁷⁸ y en los grandes almacenes¹⁷⁹. Es una estrategia común de algunos grupos financieros que participan en este sector, reducir su participación en la empresa distribuidora española y al propio tiempo aumentar su control sobre la matriz extranjera¹⁸⁰.

¹⁷⁶ Por ello, el Banco Bilbao Vizcaya participa en el Centro Comercial de Las Francesas de Valladolid y en el Centro Comercial de Avilés. El Banco Hispano Americano también está presente en este sector. La Caja Provincial de Ahorros de Alava participa en el Centro Comercial Dendaraba de Vitoria y La Caixa en los Centros Bulevard Rosa de Barcelona (*Fuente: El País*, 9/10/1988). El grupo holandés Rodamco (uno de los mayores fondos de inversión del mundo) tiene invertido 15.500 millones de pesetas en los centros comerciales Parque Sur y Bahía Sur, y 14.000 millones en La Vaguada y Los Arcos (*Fuente: Expansión*, 3/1/1995). El grupo bancario Citibank reforzó su participación en los centros comerciales. Además de su tradicional actividad de financiación, en 1995 entró en el capital de algunos proyectos (*Fuente: Expansión*, 20/2/1995). Grupos de inversión inmobiliaria internacional como MBO, que pertenece la grupo financiero holandés ING, y Foram (propietario de la cadena C&A), también se han introducido en este mercado, participando en el capital de centros comerciales (*Fuente: Expansión*, 27/3/1995).

¹⁷⁷ Así, el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) es el socio de Promodès -tercer grupo europeo de distribución y líder español con las cadenas Continente y Dia-, e indirectamente es socio de Eroski, perteneciente a la Corporación Cooperativa Mondragón. En Eroski también están presentes el Grupo Argentaria, la Bilbao Vizcaya Kutxa y la ONCE. La Corporación Financiera Alba, del Grupo March, participa en el capital de Pryca y de su matriz: Carrefour -la primera empresa francesa de distribución (*Fuentes: Expansión*, 10/5/1993 y *El País*, 20/6/1993).

¹⁷⁸ El grupo inversor formado por Visa Capital (fondo de capital-expansión del Banco Santander y el Royal Bank of Scotland), Charterhouse Development Capital, NatWest Ventures, Iberfomento y Kleinwort Benson, tienen participaciones de la cadena Adolfo Marineto, grupo malagueño de supermercados, que posee la mayoría del capital de la empresa de distribución Hiperca. Corporación Financiera Reunida (Cofir), grupo inversor controlado por el italiano Carlo Benedetti, compró la cadena aragonesa Dagesa en 1994 (*Fuente: Expansión*, 4/4/1995). Bankinter participa en el grupo de distribución de electrodomésticos Idea (*Fuente: Expansión*, 28/4/1993).

¹⁷⁹ La financiera H Capital compró los grandes almacenes Celso García, S.A. en 1987 (*Fuente: El País*, 24/5/1988). En 1987 el grupo March adquirió la empresa de distribución Kanguro (*Fuente: El Siglo*, 11/10/1991). El Banco Central Hispano compró en 1993 un 2 por ciento del capital de Cortefiel (*Fuente: Expansión*, 27/12/1993).

¹⁸⁰ La Corporación Alba vendió el 3 por ciento del capital de Pryca y destinó la liquidez a financiar la compra del 1 por ciento de su matriz: Carrefour (*Fuente: Cinco Días*, 28/3/1995). En 1995, Alba controlaba un 6,87 por ciento de los derechos de propiedad de Carrefour y poseía un 5,01 por ciento de su capital, así como una participación directa de un 7 por ciento en el capital de Pryca (*Fuente: Cinco Días*, 26/4/1995). Del mismo modo, el BBV vendió el 2 por ciento del capital de Continente, manteniendo un control en dicha empresa del 8 por ciento. A su vez, reforzó su posición en la matriz Promodès (*Fuentes: Gaceta de los Negocios*, 22/7/1995, *Expansión*, 22/7/1995).

Los acuerdos de colaboración entre las entidades financieras y las empresas de distribución comercial se producen principalmente para que estas últimas comercialicen los productos de las primeras a través de sus establecimientos comerciales; tanto en relación con la gestión de las tarjetas de compra de las empresas de distribución comercial¹⁸¹ como con la posibilidad de usar las tarjetas bancarias como medio de pago en los establecimientos comerciales¹⁸². Incluso, en algunos casos existen acuerdos entre empresas de distribución comercial y entidades financieras para desarrollar actividades conjuntas en otros negocios, como por ejemplo, el negocio de la distribución de carburantes¹⁸³, o para que alguna empresa de distribución comercial colabore en alguna campaña promocional de una entidad financiera¹⁸⁴.

Del mismo modo, las estrategias desarrolladas por las entidades de depósito estadounidenses, y posteriormente británicas, basadas en colocar cajeros automáticos en las grandes empresas de distribución comercial, que después se han convertido en reducidas oficinas bancarias "superespecializadas", principalmente en la actividad crediticia para el consumo; constituyen un antecedente que las entidades financieras españolas comienzan a considerar¹⁸⁵. Para los consumidores actuales el tiempo es un recurso escaso cuya utilización tratan de optimizar; por lo que ser clientes de una gran superficie y a la vez de

¹⁸¹ Jumbo tiene establecido un acuerdo con el Banco Popular para la gestión de su tarjeta de compra (*Fuente: El País*, 20/6/1993).

¹⁸² El Corte Inglés tiene acuerdos con Cajamadrid y con La Caixa, para permitir la utilización de sus respectivas tarjetas en los establecimientos del grupo de distribución (*Fuente: Expansión*, 26/2/1994). La Dirección regional de Pryca en Andalucía y Unicaja suscribieron un convenio de colaboración, por el que los titulares de tarjetas de la entidad tendrían acceso directo al pago de sus compras en los establecimientos andaluces del grupo de distribución (*Fuente: Expansión*, 10/3/1995).

¹⁸³ Es el caso del acuerdo entre el centro comercial promovido por Caprabo y la Caixa de Catalunya para distribuir una marca blanca de carburantes (*Fuente: Gaceta de los Negocios*, 11/10/1995).

¹⁸⁴ El Corte Inglés colabora con Caja Madrid, en su campaña "Club de los Números Verdes" para promocionar el uso de sus servicios, suministrando los regalos previstos, en 1995-96 (*Fuente: Expansión*, 3/10/1995).

¹⁸⁵ En mayo de 1995 El Corte Inglés estableció un acuerdo con el Banco Santander para instalar "boutiques" bancarias en sus centros (*Fuente: Cinco Días*, 18/10/1995).

una entidad financiera "asociada" a ésta, les puede proporcionar ventajas derivadas del ahorro de desplazamientos adicionales y de los amplios horarios de apertura de las empresas de distribución comercial¹⁸⁶.

2.4. LA ESPECIFICIDAD DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.

2.4.1. Las teorías de las decisiones financieras de la empresa: Antecedentes y evolución.

Durante la segunda mitad del siglo XX, se han desarrollado un conjunto de teorías positivas sobre el tema de las interacciones entre las decisiones financieras de la empresa, sujetas al permanente contraste con la actividad financiera efectiva. Debidas, principalmente, a las aportaciones seminales de Modigliani y Miller (1958)¹⁸⁷, respecto a la irrelevancia de la estructura financiera sobre el valor de mercado de la empresa, que les llevaba a afirmar que no existía una estructura óptima de capital y que, por tanto, las decisiones de inversión eran independientes de las decisiones de financiación y dividendos, en mercados perfectos de capitales¹⁸⁸. Partiendo de esta simplificación del contexto en el que se adoptaban las decisiones financieras, llegaron a la conclusión de que la única

¹⁸⁶ En este sentido, la ampliación de los horarios de apertura de las oficinas bancarias para adaptarse a las necesidades de los clientes, puede evolucionar hacia este tipo de servicio más completo y personalizado de actividad crediticia para el consumo desarrollada en oficinas especiales destinadas a este fin, ubicadas en los propios establecimientos comerciales y con un horario continuado similar: de 8 de la mañana a 9 ó 10 de la noche. Se trata, en definitiva, de "hacerse el encontradizo" con el cliente.

¹⁸⁷ Este trabajo marcó el hito separador entre las concepciones tradicional y moderna de las finanzas empresariales. A partir de él, el proceso de teorización se ha orientado hacia la propuesta de modelos de equilibrio general del mercado, empresas e inversores; basados, en primera instancia, sobre hipótesis sumamente restrictivas; asimilándose progresiva y dificultosamente las imperfecciones del mercado en las nuevas aportaciones teóricas (Maroto, 1993: 23).

¹⁸⁸ En esta abstracción teórica se admiten las hipótesis de equilibrio, certeza y racionalidad y se garantiza una asignación eficiente de los recursos. Implica, por tanto, que no existen impuestos, ni costes de transacción (King, 1995 cuantifica tales costes), ni costes de quiebra y que todos los participantes de la empresa acceden a los mercados competitivos en idénticas condiciones, disponen de la misma información sin costes, tienen intereses convergentes y expectativas homogéneas.

decisión que condiciona la capacidad de la empresa para generar valor era la decisión de inversión, y no los títulos que emitía para financiar sus inversiones¹⁸⁹, y por ello era la única que los accionistas y acreedores tomaban en consideración para estimar el valor de la empresa¹⁹⁰. De esta forma, refutaron teóricamente la “postura tradicional”, basada en la relevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa, sustentada por autores como Williams (1938) o Durand (1952)¹⁹¹.

Así, según las proposiciones I y II de irrelevancia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa (Modigliani y Miller, 1958):

I) El valor de mercado de la empresa j (V_j) vendrá dado por el valor de los beneficios esperados actualizados al coste de oportunidad del capital (k_o) que los inversores asocian a los beneficios esperados, $E(X_j)$, que es idéntico para todas las empresas que pertenezcan a la misma clase de riesgo, independientemente de la estructura de capital adoptada:

$$V_j = S_j + D_j = \frac{E(X_j)}{k_o}; S_j = \text{Recursos Propios}; D_j = \text{Deuda L/P}$$

II) La tasa esperada de rentabilidad de una acción de la empresa j (k_e) es igual al coste de capital correspondiente a su clase de riesgo (k_o), más una prima

¹⁸⁹ Se fundamenta en el “principio de aditividad del valor”: el valor de un activo se mantiene independientemente de los derechos sobre el mismo; por lo que en mercados perfectos de capitales el valor de mercado de la empresa es igual a la suma del valor actual de todos los activos -tangibles e intangibles- poseídos por la empresa, considerados separadamente (Brealey y Myers, 1993: 555-556).

¹⁹⁰ El trabajo pionero de Modigliani y Miller (1958) fue secundado por numerosos autores en un intento de profundizar y modelizar el comportamiento financiero de la empresa: Myers (1977), Hamada (1969), Stiglitz (1969, 1974), Kraus y Litzenberger (1973), Rubinstein (1973), Ross (1977) y Fama (1978).

¹⁹¹ La “postura tradicional” recoge y resume la tesis mantenida hasta 1958, fecha en que se publica el primer trabajo de Modigliani y Miller. Según esta postura, la financiación con deuda tiene un menor coste que la que proviene de ampliaciones de capital, ya que los inversores asumen menos riesgo cuando suscriben deuda y por ello exigen menor rentabilidad; lo cual implica que si la empresa se financia en mayor proporción con deuda, reducirá su coste del capital y aumentará el valor de la empresa. Pero a partir de un determinado nivel de endeudamiento, accionistas y acreedores empezarán a exigir una rentabilidad mayor para compensar los riesgos asumidos; el coste del capital de la empresa aumentará, existiendo un punto óptimo (D/S) que minimiza los costes.

relacionada con el riesgo financiero consecuencia de la utilización de deuda -es decir, crece proporcionalmente al ratio de endeudamiento (D_j/S_j) expresado en valores de mercado, según una tasa que depende del diferencial entre la rentabilidad esperada de una cartera formada por todos los títulos de la empresa (k_o) y la rentabilidad esperada de la deuda (k_i)-:

$$k_e = k_o + (k_o - k_i) \cdot D_j / S_j; k_i = \text{Coste de la deuda}$$

La irrelevancia de decisiones de financiación y dividendos no se mantiene cuando la hipótesis de mercados perfectos se relaja¹⁹². En mercados imperfectos las decisiones financieras pueden influir en la evaluación de la empresa por el mercado -efecto valoración-, y como consecuencia, las empresas se marcan metas a las que, como objetivos a largo plazo, ajustarían sus decisiones financieras. Surge, así, la denominada teoría estática de la “compensación” (*trade-off*) entre los beneficios y costes derivados del endeudamiento. Además, los costes o restricciones del ajuste, en cuanto manifestación de las imperfecciones existentes en el mercado, pueden ocasionar retardos, por lo que las empresas no podrán ajustar completamente su estructura económico-financiera a la estructura normativa deseada, limitándose a mantener pautas de ajuste parcial. Por tanto, las fricciones o imperfecciones de mercado pueden dar lugar a interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos (Jalilvand y Harris, 1984: 128).

La consideración de las distintas imperfecciones en los modelos teóricos, se ha ido realizando de forma parcial, para facilitar contrastaciones posteriores, en diversos estudios. Tales contrastaciones son precisamente las que han ido

¹⁹²Para Modigliani (1982), son cuatro las principales imperfecciones a considerar: los costes de insolvencia, que reducen los flujos netos de caja esperados; los costes de agencia, resultantes de la relación acreedores-accionistas, y de la protección de los intereses de aquéllos; los problemas de la información y de su correcta transmisión a los inversores y al mercado; y el coste derivado de la utilización de deuda para aprovechar su “escudo” fiscal en el impuesto sobre la renta empresarial. De este modo, los costes de quiebra y los problemas de agencia condicionan la probabilidad de insolvencia y limitan el endeudamiento; los problemas de información asimétrica hacen que las decisiones financieras se interpreten como señales informativas y mecanismos de control sobre las decisiones directivas; los impuestos sobre beneficios de sociedades en los mercados financieros favorecen los recursos ajenos, y finalmente, el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas influye sobre las preferencias de los accionistas en cuanto a la decisión de financiación y distribución de los beneficios.

caracterizando la teoría actual de las decisiones financieras. Ciertos trabajos¹⁹³ han reconocido la relevancia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos, planteando estas últimas en términos de unas “ratio” objetivo de capital y de reparto de dividendos, a las que tiende la empresa como óptimo a largo plazo¹⁹⁴. En el corto plazo el ajuste a los objetivos es sólo parcial, debido a la influencia que tienen los impuestos, costes de agencia y asimetrías de información sobre las decisiones financieras y sus interrelaciones¹⁹⁵.

2.4.1.1. Incidencia de los impuestos en las decisiones financieras de la empresa.

- Las ventajas fiscales de la deuda en el impuesto sobre los beneficios de las sociedades: Modigliani y Miller (1963) reformularon su modelo, al considerar la incidencia del impuesto sobre la renta empresarial de sociedades, llegando a la conclusión de que, debido al efecto de la deducibilidad fiscal de los intereses de las deudas¹⁹⁶, el valor de la empresa (V_j') aumenta con el nivel de endeudamiento (“tesis del máximo endeudamiento”); por lo que plantearon la relevancia de las decisiones financieras:

$$V_j' = \frac{E(X_j) \cdot (1 - t)}{k_o} + \frac{tk_i D_j}{k_i} = V_j + tD_j; t = \text{tipo impositivo}$$

¹⁹³ Entre otros, Lintner (1956), Bosworth (1971), Spies (1974), Taggart (1977), Chen y Kim (1979), Marsh (1982), Jalilvand y Harris (1984) y Bradley *et al.* (1984).

¹⁹⁴ La “ratio” objetivo de endeudamiento es aquella que consigue un equilibrio (*trade-off*) entre las ventajas fiscales que tiene la deducibilidad de los intereses de la deuda en el impuesto de sociedades y los costes de fracaso financiero (costes de quiebra y agencia derivados del endeudamiento).

¹⁹⁵ Este proceso de ajuste se ve influido por variables como el tamaño de la empresa, las expectativas de tipos de interés, la composición del activo, la evolución de la cotización de las acciones o las previsiones de inflación (Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984).

¹⁹⁶ Los intereses de la deuda son deducibles de los ingresos fiscales para determinar el beneficio imponible; no ocurre lo mismo con los fondos destinados a la remuneración de los aportantes de recursos propios, debido a que no se consideran gastos necesarios para desarrollar la actividad empresarial como los gastos financieros (Flath y Knoeber, 1980 y Zimmerman, 1983).

- La eliminación del posible ahorro fiscal de la empresa derivado del endeudamiento, a causa de la imposición personal (Miller, 1977). Miller, analizando conjuntamente los efectos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y de sociedades, reivindicó de nuevo la irrelevancia de los decisiones financieras, al concluir que el IRPF podía suponer un desincentivo al endeudamiento, dada la progresividad de este impuesto y su peor tratamiento de los intereses respecto de la renta de las acciones.

- El tratamiento favorable de las ganancias de capital respecto de los dividendos en el IRPF. Se contrasta empíricamente la preferencia de los accionistas por las ganancias de capital (Poterba y Summers, 1984; Bergés, 1984; Ang y Peterson, 1985)¹⁹⁷, así como la de recompra de acciones como alternativa al pago de dividendos (Dann, 1981; Vermaelen, 1981; Talmor y Titman, 1990; Brealey y Myers, 1993: 360-61).

- De igual forma, deben estimarse los “efectos clientela”, resultantes de los diferenciales que se establecen entre los tipos impositivos sobre la renta de las personas físicas (Kim *et al.*, 1979). Dicho efecto consiste en la formación de “clientes fiscales de dividendos”, dado que cada accionista invertirá en la empresa o cartera de empresas que practique la política de dividendos más acorde con sus preferencias fiscales.

2.4.1.2. Incidencia de los costes de quiebra sobre las decisiones financieras de la empresa.

El trabajo pionero de Baxter (1967) modelizó los costes derivados de la insolvencia financiera, mediante la comparación entre el valor de los activos de una empresa quebrada (menor valor) con respecto a los flujos netos de caja que

¹⁹⁷ Elton y Gruber (1970), Kalay (1982), Harris *et al.* (1983), Eades *et al.* (1984), Lakonishok y Vermaelen (1986) y Barclay (1987), entre otros, contrastan las preferencias de los accionistas por ganancias de capital mediante el estudio del comportamiento de la cotización de las acciones en torno al momento en que se realiza el pago del dividendo. Según estos autores, la caída “lógica” del precio de las acciones tras el reparto de dividendos depende de las diferencias de las cargas impositivas que gravan éstos y las ganancias de capital.

hubiesen producido dichos activos, de haberse evitado la insolvencia definitiva (mayor valor); lo cual le llevó a propugnar la existencia de una estructura financiera óptima empresarial.

Según la “tesis de máximo endeudamiento” (Modigliani y Miller, 1963), en ausencia de costes de quiebra, el endeudamiento permitía un ahorro fiscal que incrementaba el beneficio empresarial y el valor de la empresa para sus accionistas. La utilización de deuda determina la cuantía de los gastos financieros y la amortización del principal, a los que la empresa debe hacer frente para un volumen dado de recursos generados. Por ello, a partir de un determinado volumen de endeudamiento, la empresa puede tener una mayor probabilidad de insolvencia que le puede conducir a la quiebra, es decir, puede ser incapaz de afrontar los compromisos financieros contraídos, surgiendo los costes de quiebra. Cuando se introducen dichos costes, el ahorro fiscal derivado del endeudamiento puede ser compensado e incluso anulado; por lo que existe un *trade-off* o compensación entre impuestos y costes de quiebra que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas.

- Kraus y Litzenberger (1973)¹⁹⁸ y Ang *et al.* (1982) formalizaron el supuesto de que la ventaja fiscal de las deudas era compensada por la percepción de unos mayores costes de insolvencia.

- Kim (1978) demostró la existencia de una estructura financiera óptima, considerando el impuesto de sociedades y los costes directos de quiebra -esto es los costes administrativos que se originan con el concurso de quiebra-¹⁹⁹, utilizando el CAPM.

- Algunos autores han estudiado los efectos de los costes indirectos de quiebra. Tales como los costes de oportunidad que se derivan de la liquidación de

¹⁹⁸ Kraus y Litzenberger (1973), para poder introducir más de una imperfección entre las hipótesis modelizadas, aplicaron un modelo de equilibrio general del mercado, concretamente un modelo de preferencia-estado.

¹⁹⁹ Haugen y Senbet (1978) mantuvieron que los únicos costes de quiebra relevantes para las decisiones de estructura de capital eran los directos.

la sociedad (Weiss, 1990) o de la reorganización de la misma (Kim, 1978); el coste social del desempleo o inestabilidad en el puesto de trabajo (Miller, 1991); los costes de clientes, proveedores y trabajadores si la empresa produce bienes únicos o altamente especializados (Titman, 1984); así como el efecto contagio sobre empresas pertenecientes al mismo sector de actividad (Lang y Stulz, 1992).

- Finalmente, Scott (1976), Warner (1977), Ang *et al.* (1982), Titman (1984), Altman (1984), Weiss (1990) y Gilson *et al.* (1990) han evidenciado empíricamente la magnitud de los costes de quiebra y su peso específico sobre el valor de la empresa.

2.4.1.3. Efecto de los costes de agencia sobre las decisiones financieras de la empresa.

Otra de las imperfecciones de mercado que puede afectar a la estructura de capital de la empresa e influir sobre el valor de mercado de la misma, se refiere a los costes derivados de la relación de agencia entre la dirección, propietaria de un paquete de acciones, y el resto de inversores; y entre accionistas y obligacionistas (costes de supervisión, de fianza y pérdida residual de valor)²⁰⁰.

Las formalizaciones de los costes de agencia en el ámbito financiero tienen su origen el trabajo de Ross (1973), quien modelizó la relación entre agente y principal, determinando la estructura de incentivos que es necesario ofrecer al agente para que asuma y persiga los objetivos del principal. Su tratamiento se puede abordar mediante el modelo de valoración de opciones (*Options Pricing Model*, OPM) (Black y Scholes, 1973), combinando opciones de compra y de venta, en poder de los directivos propietarios y de los propietarios externos (Maroto, 1993: 22).

Los costes de agencia causados por el endeudamiento tienen un efecto similar sobre el valor de la empresa que los costes de quiebra, ya que afectan

²⁰⁰ Tales costes derivan del hecho de que los directivos no maximicen el valor de mercado de la empresa. El marco conceptual de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) ha sido desarrollado en el apartado sobre la estructura de la propiedad de esta tesis.

también a la distribución de probabilidad del flujo de renta esperado y por tanto a su valor de mercado²⁰¹. Tanto la financiación mediante deuda como la financiación mediante ampliaciones de capital generan sus propios costes de agencia a la empresa, por lo que un cambio en la estructura de capital comporta un ahorro de costes del medio de financiación que decrece en términos relativos, y un aumento de los costes de agencia del medio que crece relativamente.

Un problema vinculado a la teoría de la agencia es el de la asimetría de la información, que afecta igualmente a las decisiones financieras, sobre todo, a la de dividendos²⁰². La política de dividendos es utilizada por los directivos como mecanismo de señalización financiera, al objeto de que la información transmitida al mercado mediante este tipo de señales permita a los inversores diferenciar aquellas empresas que disponen de oportunidades rentables de inversión ²⁰³.

Por tanto, existen dos formas alternativas de explicar porqué las empresas acuden al endeudamiento, incluso cuando no existen ventajas fiscales, basadas en la teoría de la agencia y la teoría contractual de la empresa:

1) Como consecuencia de un análisis de los factores que determinan la forma contractual de equilibrio entre la dirección de la empresa y los aportantes de fondos (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986).

²⁰¹ Existen diversas investigaciones sobre las implicaciones de la existencia de costes de agencia en las actividades y decisiones productivas de las empresas. Entre otros, Gertner *et al.* (1988), Poitevin (1990) y Rotemberg y Scharftein (1990).

²⁰² Barnea *et al.* (1985) propusieron una descripción cualitativa detallada de los problemas de agencia: a) Incentivos del gerente a malgastar en beneficio propio el patrimonio de la empresa, b) incentivos del gerente a acometer proyectos de alto riesgo y/o a abandonar otros interesantes y c) Información asimétrica (los gerentes tienen información interna). Lang *et al.* (1995) recientemente realizaron un estudio empírico sobre las relaciones entre la decisión de venta de activos, los resultados empresariales y los costes de agencia de la discrecionalidad de los directivos.

²⁰³ Miller y Scholes (1981) contrastaron empíricamente que la única explicación lógica a la relación observada entre rentabilidad por dividendos y rentabilidad total sobre las acciones, se encontraba en los “efectos información” asociados a la decisión de dividendos, y no en los “efectos fiscales”. Tales efectos informativos de los dividendos han sido estudiados a través de modelos teóricos de señalización (Bhattacharya, 1979, 1980; Hakansson, 1982; Miller y Rock, 1985; John y Williams, 1985; Ambarish *et al.*, 1987 y Williams, 1988).

2) Cuando la información es asimétrica, ya que existe la posibilidad de recurrir al endeudamiento para señalar expectativas al mercado de capitales (Ross, 1977; Leland y Pyle, 1977; Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984)²⁰⁴.

En definitiva, existe un *trade-off* o compensación entre los efectos positivos y negativos del endeudamiento, que puede derivar en la existencia de una estructura óptima de capital maximizadora, por tanto, del valor de mercado de la empresa para sus accionistas y obligacionistas. Lo cual da lugar a un ajuste parcial a una “*ratio-objetivo*” de endeudamiento y a ciertas interdependencias entre las decisiones financieras de las empresas²⁰⁵. Todo ello, ha sido contrastado empíricamente, en los últimos años, por numerosos estudios econométricos encaminados a inferir los factores determinantes de las “*ratio-objetivo*” de endeudamiento²⁰⁶ y a efectuar estimaciones de su influencia sobre el proceso de ajuste a los mismos por parte de las empresas, así como a detectar interacciones o interdependencias entre las decisiones financieras cuando las imperfecciones del mercado hacen que el ajuste deseado tenga lugar sólo de forma parcial. Así, se ha ido constituyendo la teoría moderna de las decisiones financieras.

La mayoría de los trabajos empíricos que contrastan la existencia y el sentido de las interrelaciones entre las decisiones financieras de la empresa, y caracteriza de ese modo la teoría financiera actual, utilizan modelos de ecuaciones

²⁰⁴ Los trabajos pioneros de Ross (1977) y Leland y Pyle (1977) demostraron que la deuda puede utilizarse para señalar expectativas diferenciales, de manera que aquellas empresas con mejores expectativas podrían emitir más deuda que aquellas otras con peores, pues un mayor endeudamiento por parte de estas últimas comportaría una elevada probabilidad de quiebra. Yosha (1995) y Browman (1995) ofrecen análisis empíricos recientes sobre los efectos informativos del endeudamiento.

²⁰⁵ Harris y Raviv (1991) diferenciaron cuatro categorías de factores determinantes de la estructura de capital en función de su interés por: (1) Mejorar los conflictos de intereses entre varios grupos con derechos sobre los recursos de la empresa (Enfoque de la teoría de la agencia), (2) Enviar información a los mercados de capitales, mitigando los efectos de la selección adversa (Enfoque de información asimétrica), (3) Influir en la naturaleza de los productos o de la competencia en los mercados de *inputs* u *outputs*, y (4) Analizar los vínculos entre el mercado para el control corporativo y la estructura de capital.

²⁰⁶ A este respecto, Mackie-Mason (1988) y Saá Requejo (1990, 1991) estimaron modelos Logit Anidados para definir las decisiones financieras de las empresas americanas y españolas respectivamente, tendentes a alcanzar una cierta estructura deuda-capital óptima, y a minimizar los costes asociados a la financiación externa por problemas de agencia y de información.

simultáneas, consistentes en un sistema de tres ecuaciones en el que las variables a explicar son la decisión de inversión, la de financiación y la de dividendos, siendo cada una de ellas, a su vez, variable explicativa de las demás; y como técnicas de estimación, emplean las de mínimos cuadrados en dos y tres etapas (Dhrymes y Kurz, 1967; Mueller, 1967; McDonald *et al.*, 1975; McCabe, 1979; Peterson y Benesh, 1983; Switzer, 1984; Guerard y Vaught, 1989; de Miguel, 1990; Menendez, 1993)²⁰⁷.

Respecto a las variables explicativas de cada una de las decisiones financieras, según los distintos trabajos empíricos, resulta sumamente interesante la exhaustiva revisión desarrollada por Menéndez (1993)²⁰⁸:

a) En la ecuación de inversión resultan estadísticamente significativos: el *cash flow* o recursos generados internamente (McCabe, 1979; Guerard y Vaught, 1989; de Miguel, 1990: 359; Hernando y Valles, 1992; Menendez, 1993: 248; Estrada y Valles, 1995); el aumento de las ventas (Dhrymes y Kurz, 1967; Peterson y Benesh, 1983) o del valor de la producción (Menéndez, 1993: 249); la depreciación (Peterson y Benesh, 1983; de Miguel, 1990: 359); el total de equipos productivos y el beneficio del año anterior (Peterson y Benesh, 1983); la liquidez y la solvencia a largo plazo (de Miguel, 1990); el capital circulante y la deuda a largo plazo (McDonald *et al.*, 1975; Menéndez, 1993: 248) y el *stock* de capital productivo y la inversión del período anterior (Switzer, 1984).

b) En la ecuación de financiación²⁰⁹, además de la inversión y dividendos, son variables explicativas: el *cash flow* (McCabe, 1979; Peterson y Benesh, 1983; Switzer, 1984; Guerard y Vaught, 1989; Menéndez, 1993: 249); el riesgo económico, el financiero y el sistemático (respectivamente, Peterson y Benesh, 1983; de Miguel, 1990: 360 y Switzer, 1984); la rentabilidad financiera, la

²⁰⁷ Los trabajos citados utilizan datos de corte transversal, aunque es frecuente que el modelo se estime y contraste para varios períodos sucesivos.

²⁰⁸ Incluimos también las conclusiones de los estudios empíricos realizados por Hernando y Valles (1992), Menéndez (1993) y Estrada y Valles (1995).

²⁰⁹ En estos estudios se ha considerado la decisión de financiación como el aumento de la deuda a largo plazo.

rotación del activo, el endeudamiento a corto plazo y el crecimiento de las ventas (de Miguel, 1990: 361); y la ampliación de capital (Menéndez, 1993: 249).

c) Por último, las variables significativas de la ecuación de dividendos son: los dividendos del período anterior (Mueller, 1967; McDonald *et al.*, 1975; Peterson y Benesh, 1983; Switzer, 1984; Guerard y Vaught, 1989; de Miguel, 1990: 362; Menéndez, 1993: 250); los beneficios del período (Mueller, 1967; McDonald *et al.*, 1975; McCabe, 1979; Peterson y Benesh, 1983; Switzer, 1984; Guerard y Vaught, 1989); el crecimiento de las ventas y la capacidad de autofinanciación (de Miguel, 1990: 362); y la ampliación de capital y los gastos financieros (Menéndez, 1993: 250).

En definitiva, las decisiones financieras genéricas de cualquier empresa, han estado sometidas a una continua contrastación durante la segunda mitad del siglo XX, que es la que caracteriza la moderna teoría de las decisiones financieras, basada en la asunción paulatina de determinadas hipótesis sobre las distintas imperfecciones de los mercados.

Las interrelaciones entre las decisiones financieras de la empresa también han sido objeto de estudio de la Economía Industrial, cuyos estudios se centran principalmente en los efectos de la estructura financiera de la empresa sobre las condiciones competitivas de los mercados y sobre las decisiones económicas de las empresas. El inicio de estos estudios se remonta un tema clásico en Economía Industrial: la *long purse* (Telser, 1966; Brander y Lewis, 1988 y Bolton y Scharfstein, 1990), que postula que un competidor puede incrementar su nivel de producción con el objetivo de empeorar las condiciones del mercado y hacer abandonar el mismo a sus rivales más débiles y con mayor endeudamiento, que además se ven privados de financiación futura ("efecto de quiebra estratégica"). El modelo de Brander y Lewis (1986) fue uno de los primeros en relacionar las decisiones de estructura financiera de las empresas con sus estrategias, obteniendo como principal resultado que el incremento del endeudamiento induce a las empresas a elegir estrategias que aumentan los beneficios en los estados de naturaleza favorables y viceversa²¹⁰.

En esta línea de investigación, diversas estimaciones empíricas corroboran que las decisiones financieras sobre la estructura del pasivo de las empresas condicionan e interactúan con las decisiones económicas y comportamiento de las empresas en el mercado de productos. Spence (1985) constató correlaciones negativas significativas de corte transversal entre “ratios” de endeudamiento medio en algunas industrias y ciertas medidas de concentración. Sin embargo, este trabajo no tuvo en cuenta las características intrasectoriales que pueden explicar el endeudamiento e influir en el grado de concentración. Cuando la disponibilidad de los datos lo han permitido, se ha desarrollado estudios detallados de las características de uno o varios sectores concretos.

En este sentido, Borenstein y Rose (1995) analizaron el efecto de los problemas en la estructura financiera de las compañías aéreas norteamericanas sobre su política de precios, con posterioridad a la liberalización del mercado. Opler y Titman (1994) estudiaron el efecto de los problemas financieros sobre la cuota de mercado en ciertas industrias con empresas en situación de suspensión de pagos o quiebra. Phillips (1995) demostró la existencia de una interrelación entre decisiones financieras y económicas a nivel microeconómico en cuatro industrias norteamericanas en las que se produjeron importantes compras apalancadas (*leveraged buy-out* o *LBO*) -su nivel de producción estaba negativamente asociado con la “ratio” de endeudamiento medio del sector. Kovenock y Phillips (1995) demostraron que, en diez industrias manufactureras, un elevado nivel de endeudamiento condicionaba las decisiones de inversión y de cerrar las plantas existentes; y según un estudio de Chevalier (1995), centrado en la industria de los supermercados, las empresas competidoras de aquéllas muy endeudadas son las que tienen mayor probabilidad de expandirse.

En España, también se ha desarrollado algún trabajo empírico sobre la relación entre los comportamientos en el mercado real y las decisiones financieras

²¹⁰ A medida que el nivel de endeudamiento aumenta el empresario se vuelve más agresivo, intentando ganar mayor cuota de mercado, debido a que cualquier empresario maximizador del beneficio tiene incentivos a aumentar su producción cuando el beneficio marginal es creciente y su responsabilidad limitada (suponiendo esta forma societaria en la empresa) le protege en caso de circunstancias adversas.

de las empresas; aunque no son tan numerosos como en los EE.UU., debido principalmente a la dificultad de obtener datos desagregados sobre el caso español. Sobre un panel de empresas españolas industriales según la CBBE, Mato (1990a, 1990b) analizó los efectos de sus políticas de endeudamiento sobre sus decisiones económicas de inversión en capital fijo, volumen de empleo y salarios; Mazón (1992) demostró que las empresas con mayor participación en el mercado (poder de mercado), las pertenecientes a sectores más concentrados y/o con menor penetración de importaciones tenían superiores beneficios; Hernando (1995) estudió cómo la política monetaria condicionaba sus estructuras de pasivo y cómo estas últimas incidían en la inversión real de estas empresas; y Campos Méndez (1995) contrastó, utilizando la misma fuente de información (CBBE) y tomando como referencia teórica principal el modelo de Brander y Lewis (1986), cómo incrementos en el nivel de endeudamiento de las empresas hacían más probable un incremento de su cuota de mercado²¹¹.

2.4.2. Las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial.

Ciertos análisis sobre el estudio simultáneo de las decisiones financieras que incluyen variables *dummy* indicativas de la adscripción sectorial de la empresa, concluyen que dichas variables no han resultado, por lo general, significativas (McCabe, 1979; Peterson y Benesh, 1983; Switzer, 1984 y Guerard y Vaught, 1989). Únicamente Dhrymes y Kurz (1967) obtienen la significación del comportamiento sectorial. Por lo que parece que no existe un comportamiento diferencial por sectores en cuanto a las interdependencias entre las decisiones financieras de la empresa.

²¹¹ Concretamente demuestra que incrementos en el nivel de endeudamiento bancario a corto plazo favorecen un incremento de la cuota de mercado de las empresas en el período inmediatamente posterior, una vez que se pondera por factores de tamaño, propiedad y ciclo económico. El estudio se realiza sobre una muestra de 10.038 empresas españolas a partir de la base de datos de la CBBE.

Sin embargo, las características específicas del “sector” de la gran distribución comercial en España sugieren la existencia de variables diferenciadas explicativas del comportamiento financiero de tales empresas²¹².

Principalmente, gracias a su posición de mercado dominante en la negociación frente a sus proveedores, consiguen un elevado aplazamiento de sus pagos a los mismos. De ahí que los créditos comerciales concedidos por los proveedores constituyan uno de los recursos financieros más importantes de estas empresas, que al igual que el resto, persiguen el objetivo de encontrar la combinación particular de recursos que maximice el valor de mercado de la empresa y que, por tanto, y al mismo tiempo, minimice el coste del capital de la empresa, mediante sus decisiones financieras²¹³.

Las decisiones y políticas desarrolladas por las grandes empresas de distribución comercial, que han sido detalladas en las partes previas de este capítulo, pueden englobarse en decisiones de financiación, dividendos y de inversión real. La verificación econométrica de las posibles interrelaciones entre estas decisiones se realizará en el cuarto capítulo de esta Tesis. Siguiendo entre otros, los trabajos de Chevalier (1995), Kovenock y Phillips (1995) y Campos Méndez (1995), se estimará un modelo de probabilidad lineal, una regresión logística y probabilística, para verificar si tal como se propone de forma teórica, las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial se interrelacionan, y por tanto, actúan en mercados de producción ineficientes²¹⁴.

²¹² En el capítulo cuatro se propone un modelo de comportamiento financiero de las mismas.

²¹³ La decisión sobre la estructura de capital considera tradicionalmente tres grandes fuentes de financiación: emisión de acciones, endeudamiento a largo plazo y retención de beneficios. Según los trabajos empíricos de Taggart (1977) y McCabe (1979), la financiación a corto de las empresas se considera más bien una decisión de ajuste en los objetivos de las demás decisiones financieras, y no propiamente una decisión de financiación. En los estudios de las fuentes financieras a corto plazo en las empresas (de Miguel y Pintado, 1995), se evidencia la preferencia del descuento de efectos y de la cuenta de crédito, sobre los préstamos a corto plazo; sin considerarse relevante, en la generalidad de las empresas, la financiación de proveedores. No obstante, en las grandes empresas de distribución comercial, la financiación a corto plazo de proveedores constituye la fuente financiera de mayor magnitud.

²¹⁴ La continua contrastación de las decisiones financieras de la empresa es lo que caracteriza la teoría financiera actual; se contrasta si las imperfecciones del mercado invalidan o

El modelo teórico propuesto de interrelación entre las decisiones económicas y financieras de las grandes empresas españolas de distribución comercial se caracterizaría por las siguientes políticas financieras:

1º) **Financiación** a corto plazo de proveedores (sin coste explícito): Es un tipo de financiación que habitualmente excede la función de financiar la rotación de *stocks* de la empresa y del resto de circulantes activos.

2º) **Inversión** en cartera de valores: Disponen de unos fondos de tesorería (que se pueden aproximar mediante los “días de caja”), que rentabilizan al máximo, mediante inversiones financieras temporales y una eficaz gestión de los activos circulantes, generando un importante negocio financiero.

3º) **Inversión** en el negocio financiero de concesión de créditos al consumo privado a sus clientes, principalmente mediante la emisión de tarjetas de compra.

4º) **Inversiones** en inmovilizado material muy elevadas. Estas empresas pueden emplear parte de la financiación procedente de sus proveedores en su ciclo largo o de las inversiones, ya que frecuentemente financian sus estrategias de expansión con créditos de provisión. Lo cual evidencia una interrelación entre sus políticas financieras a corto y largo plazo.

5º) **Inversión** en “nuevas” actividades, incluidas las financieras, emprendiendo estrategias de diversificación.

6º) **Financiación** con menores recursos permanentes: La eficaz gestión de circulantes de estas empresas y su poder de negociación frente a proveedores condicionan también sus estructuras de capital.

no la teoría financiera. Al igual que las decisiones financieras de cualquier empresa, las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial serán sometidas a una contrastación en el cuarto capítulo.

7º) Decisión de **dividendos** restrictiva: Es muy frecuente que las grandes empresas de distribución comercial desarrollen estrategias de crecimiento, lo cual requiere fuertes inversiones -las oportunidades de inversión de la empresa determinan las necesidades de financiación interna y externa-. En la empresa existe una relación de equilibrio entre usos y fuentes de fondos, esto es, una relación de igualdad entre la suma de los recursos destinados a la inversión y dividendos, y las fuentes de financiación que utilice la empresa; y por ende, se produce una relación inversa entre las decisiones de inversión y dividendos, reflejo de la alternativa que suponen, unas y otras, en el uso de los recursos disponibles.²¹⁵ De ahí que, habitualmente estas empresas lleven a cabo políticas restrictivas de dividendos.

8º) **Financiación** de sus inversiones mediante recursos generados y créditos de provisión²¹⁶.

9º) **Financiación** poco frecuente mediante ampliaciones de capital y deuda a largo plazo: En la decisión de autofinanciación y en la política de dividendos de estas empresas influye su estructura de propiedad y dirección. La escasa dispersión del accionariado, el control ejercido por empresas extranjeras, así como la participación minoritaria de entidades financieras, aseguran un notable grado de vigilancia de los accionistas sobre los directivos, en la búsqueda del objetivo financiero de la empresa: maximizar su valor de mercado para los

²¹⁵ Menéndez (1993) constató las hipótesis de que la decisión de financiación influye en sentido directo sobre la de inversión y que la decisión de dividendos influye en sentido inverso sobre la de inversión, dada la significación estadística y el signo que tenían los coeficientes de las decisiones de financiación y de dividendos en la ecuación de inversión; lo cual refleja el carácter de usos de fondos alternativos de las dos decisiones ante un presupuesto limitado, en un contexto en que la asimetría de información condiciona el acceso a la financiación externa. La limitación que impone la inversión sobre los fondos que pueden repartirse como dividendos, depende, a su vez, del acceso que tenga la empresa a alternativas de financiación externa y por tanto, de la flexibilidad que otorgue a los directivos para adoptar ambas decisiones, de manera que cuanto más accesible sea la financiación externa, mayores niveles de reparto de dividendos podrán mantenerse, al ser menos probable la necesidad de reducir los mismos o rechazar oportunidades de inversión rentables por no disponer de recursos financieros.

²¹⁶ Conforme con la teoría de la jerarquía financiera, según la cual las empresas prefieren utilizar beneficios retenidos, fondos internos, como fuente marginal de financiación. Si ello no es posible, se endeudan -primero con deuda negociada de forma privada, y sólo a continuación con deuda negociada en mercados organizados públicos-, acudiendo por último, si este endeudamiento no es suficiente, a ampliaciones de capital.

accionistas y obligacionistas. Todo lo cual les llevará a preferir financiar sus inversiones con recursos generados por la empresa, en lugar de acudir a otras fuentes de financiación (como ampliaciones de capital o deuda a largo plazo)²¹⁷.

Del mismo modo, la escasa participación del capital de estas empresas en el mercado bursátil condiciona sus políticas de dividendos. Considerando los efectos informativos de estas políticas, en cuanto que un incremento de los dividendos representa una señal informativa favorable sobre la empresa, haciendo que el precio de sus acciones se eleve en los mercados de capitales²¹⁸; estas empresas utilizarán en menor medida la decisión de dividendos como señal, al no tener éstos el mismo valor informativo que en las empresas cotizadas. Por otra parte, la decisión de repartir dividendos depende de la decisión de autofinanciación, así como de la rentabilidad de las oportunidades de inversión a disposición de la empresa, mayores en estas empresas, y la discrecionalidad de los directivos para adoptar las mismas, menor en este tipo de empresas.

Asimismo, en las decisiones de reparto de dividendos y de financiación ajena, debe considerarse el carácter complementario de señal informativa de ambas decisiones y su utilidad para atenuar los conflictos de agencia, ya que las dos facilitan la supervisión de las decisiones directivas por los mercados financieros, reducen los recursos que los directivos pueden emplear discrecionalmente, y tienen un coste para los directivos si realmente no se sustentan en información positiva²¹⁹.

²¹⁷ La preferencia de los directivos por la autofinanciación, o aumento de beneficios retenidos para llevar a cabo las inversiones, reduce el volumen de recursos disponibles para ser distribuidos como dividendos.

²¹⁸ Los resultados de los trabajos de Lintner (1956) y Fama y Babiak (1968) señalan la influencia positiva que tienen los beneficios sobre el reparto de dividendos y la incidencia especialmente significativa de los dividendos distribuidos en el ejercicio anterior, lo cual refleja el interés de los directivos por la estabilidad de los mismos.

²¹⁹ La influencia positiva de los dividendos sobre el aumento de deuda es consistente con el carácter informativo de los mismos: un mayor reparto de dividendos transmite una señal positiva en cuanto a las expectativas de la empresa, indicando que los directivos consideran que el riesgo financiero no es significativo, dado su interés en no reducir los dividendos, lo cual facilita el acceso a nueva financiación.

Por tanto, ante la existencia de información asimétrica y conflictos de intereses entre accionistas, directivos y acreedores, ninguna de las decisiones financieras es irrelevante sino que cada una influye en el valor de la empresa en el mercado, determinando igualmente relaciones de dependencia mutua entre todas las decisiones.

No obstante, convendría establecer grupos estratégicos de comportamiento financiero de las grandes empresas de distribución comercial, o incluso, llevar a cabo un estudio de casos concretos individualizados, dado que en el ámbito empresarial, en el que cada empresa desarrolla su propia estrategia, cualquier generalización constituye una simplificación de la realidad.

En definitiva, la hipótesis objeto de contrastación en el cuarto capítulo se concreta en verificar que las decisiones económicas de crecimiento de las grandes empresas españolas de distribución comercial, tanto sus estrategias de expansión como las de diversificación hacia nuevos negocios (especialmente el financiero), están significativamente afectadas por sus decisiones de financiación y dividendos, que a su vez se encuentran condicionadas por la dimensión de las empresas y por características propias del sector donde actúan. Más concretamente, demostrar que la probabilidad de que la cuota de mercado de una empresa de distribución comercial aumente (estrategia de expansión) está afectada significativamente por el hecho de que en su estructura financiera a corto plazo la financiación sin coste explícito tenga mucho mayor peso que la financiación bancaria, estén poco endeudadas a largo plazo y poco capitalizadas y utilicen los recursos generados internamente para autofinanciarse (y por tanto lleven a cabo políticas de dividendos restrictivas).

Además, utilizando la misma metodología, en la parte empírica de este trabajo se determinará un modelo explicativo de la actividad financiera desarrollada por las empresas del sector de la distribución comercial, identificando los factores que la caracterizan.

3: DIVERSAS APROXIMACIONES A LOS EFECTOS DE LAS DECISIONES FINANCIERAS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL: EL SISTEMA FINANCIERO, LA POLÍTICA MONETARIA Y EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL.

3.1 INTRODUCCIÓN.

Los efectos de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial pueden aproximarse a partir de diversos aspectos: macroeconómico, sectorial y empresarial. El primero se refiere principalmente a su repercusión sobre el sistema financiero y sobre la política monetaria ejercida por el banco central. Los aspectos sectorial y empresarial engloban los efectos de tales decisiones financieras sobre la estructura económico financiera y los resultados de estas empresas, a nivel sectorial y empresarial.

Existe una creciente incidencia de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial sobre el sistema financiero, ya que participan, en cierta medida, en el proceso actual de desintermediación financiera. Por ello, en primer término, se tratará cómo este tipo de empresas asumen ciertas funciones tradicionales de los intermediarios financieros, al prescindir de dichos servicios de intermediación, e incluso llegar a actuar ellas mismas como verdaderos intermediarios financieros canalizando el ahorro hacia la inversión.

En segundo lugar, se analizarán las repercusiones de la actividad financiera desarrollada por este tipo de empresas sobre la política monetaria implantada por el banco central. La financiación comercial que les otorgan sus proveedores les permite la concesión de créditos al consumo privado, lo que puede suponer una merma en la eficacia de las medidas de política monetaria, que actualmente, y a raíz de la entrada en vigor del Estatuto de Autonomía del Banco de España, se centran en el control directo de la tasa de inflación.

Finalmente, se evidenciará la relevancia de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial sobre su estructura económico

financiera y sus resultados, mediante la oportuna cuantificación de los distintos indicadores económico financieros.

3.2. LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA CONVENCIONAL. PROTAGONISMO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN LOS PROCESOS DE DESINTERMEDIACIÓN.

El sistema financiero incluye en su funcionalidad la canalización eficiente del ahorro de la economía hacia su inversión productiva, así como el facilitar los intercambios entre los agentes económicos. El sistema financiero desarrolla así una función trascendental, al canalizar los fondos prestables desde las unidades económicas con superávit (o ahorradores), hacia las unidades con déficit, para las inversiones productivas y de crecimiento que realizan básicamente las empresas no financieras, mediante la concatenación de sus tres componentes básicos: activos, mercados e intermediarios financieros (Maroto, 1995: 225)¹.

Los activos financieros constituyen simultáneamente instrumentos financieros de captación de pasivo para sus emisores y de inversión en activo para sus poseedores²; los mercados permiten confrontar la oferta y la demanda de fondos prestables y activos financieros, para fijar así precios y cantidades de intercambio de ambos; y los intermediarios financieros³ contribuyen a casar dichas

¹ Algunos autores, Durán (1992: 85-87) entre otros, consideran que por las características intrínsecas al sistema financiero resulta imprescindible una normativa y una cierta intervención y control por parte de las autoridades económicas de un país, así como una cierta coordinación internacional, para asegurar un funcionamiento estable del todo y de las partes del sistema financiero. Por ello, el sistema financiero de una economía se conforma por el conjunto de instituciones, mercados, instrumentos o activos financieros y **normas reguladoras** a través de los cuales operan los mecanismos para facilitar eficiente y eficazmente el contacto entre oferentes y demandantes de fondos.

² Cuervo *et al.* (1995: 7) proponen una clasificación de activos financieros, según su grado de liquidabilidad (es decir, de mayor a menor capacidad para convertirse en disponible o líquido sin merma de su valor nominal): dinero legal y bancario, depósitos, fondos públicos y obligaciones de sociedades privadas y finalmente, préstamos sin garantía real y créditos comerciales, que son los activos de menor liquidez (por su vinculación inmediata y directa con las características subjetivas del prestatario y con la operación comercial que les sirve de fundamento).

³ Rojo (1987: 63-64), Gual y Vives (1991: 23-24) y Cuervo *et al.* (1995: 8-9) entre otros, distinguen dos tipos de intermediarios financieros: bancarios -Banco Central y entidades de depósito- y no bancarios -aquellos cuyos pasivos tienen un valor monetario fijo y pueden ser convertidos en dinero con facilidad, como las compañías de financiación de ventas a plazos; aquellos cuyos pasivos sólo se transforman para atender la cobertura de sucesos aleatorios, como

ofertas y demandas de una forma eficiente en volúmenes, plazos y precios⁴, para adecuarlos a las preferencias de los agentes (Maroto, 1995: 226). La labor de intermediación, llevada a cabo por las instituciones que componen el sistema financiero, se considera básica para realizar la transformación de los activos financieros primarios emitidos por las unidades inversoras (con el fin de obtener fondos para aumentar sus activos reales), en activos financieros secundarios o indirectos, más acordes con las necesidades de los ahorradores.

La existencia de intermediarios financieros se justifica por varias razones:

1) Permiten adecuar las necesidades y preferencias de ahorradores e inversores, respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos emitidos por éstos últimos.

2) Reducen el riesgo de los diferentes activos financieros mediante la diversificación de la cartera⁵.

las instituciones aseguradoras; y las instituciones cuyos pasivos tienen un valor monetario que puede variar con frecuencia, como los fondos y sociedades de inversión-.

Maroto (1993) ofrece una exhaustiva "taxonomía del sistema financiero", basándose en la clasificación que propone el *Boletín Estadístico* del Banco de España. Diferencia el sistema crediticio -Banco de España y entidades de crédito- de otras instituciones financieras. Las entidades de crédito engloban las entidades de depósito -bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y Fondos de Garantía de Depósitos-, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado -sociedades de crédito hipotecario, sociedades de arrendamiento financiero, entidades de financiación, entidades de *factoring* y sociedades mediadoras del mercado de dinero- y el Instituto de Crédito Oficial. Dentro de "otras instituciones financieras" se incluyen las instituciones de inversión colectiva, las sociedades y agencias de valores, las empresas de seguros y fondos de pensiones, las sociedades y fondos de capital-riesgo, las sociedades de garantía y un grupo de sociedades financieras auxiliares como las de tasación, calificación, de compensación y liquidación, y de medios de pago mediante tarjetas.

⁴ Entre estas variables, tan sólo el precio es una variable operativa para las entidades financieras, y no porque sea posible fijarlo de manera autónoma, dado que el tipo de interés aplicado por el sistema financiero se ve condicionado por los mercados financieros internacionales y por las decisiones de la política monetaria doméstica, sino porque el sistema en su conjunto será más eficiente en la medida en que se trasladen al sistema real menores costes operativos, reduciendo la diferencia entre los tipos de retribución de los depósitos y los del coste de los créditos (Termes, 1994: 31-46).

⁵ "La banca tiene la función de mediar en la apreciación de los riesgos, proporcionando a los ahorradores la posibilidad de invertir productivamente en las empresas necesitadas de fondos, con un riesgo aceptable por aquéllos" (Trincado, 1988).

3) Realizan la gestión del mecanismo de pagos⁶.

4) Ahorran los costes de transacción asociados a la financiación directa (Mayer y Vives, 1994: 17-18), ya que representan un “lugar de encuentro”, por lo que los costes de búsqueda e información se reducen (por la homogeneización o estandarización de títulos) (Durán, 1992: 85-87). Sin embargo, su existencia con base en esta explicación, se justifica únicamente ante mercados financieros con fricciones, imperfecciones o indivisibilidades. En estos casos, es posible que algún intermediario pueda eliminar o reducir parcialmente los inconvenientes de dichas imperfecciones y por tanto, los costes de transacción; y producir un activo financiero secundario que, pese a llevar incorporado un coste de intermediación, sea atractivo para el inversor, en términos de mayor utilidad⁷.

3.2.1. Evolución y situación actual de la intermediación financiera convencional: Procesos y agentes de desintermediación.

El sistema financiero español ha experimentado una profunda transformación en las dos últimas décadas. Los principales hechos que han contribuido a dicho cambio se pueden concretar en los siguientes:

1) La liberalización, en cuanto a (Ortega, 1993: 2-3):

- la eliminación de todo tipo de regulaciones (controles de movimientos de capitales y acotación de tipos de interés) y de normas que daban como resultado la existencia de compartimentos estancos entre distintas clases de negocios financieros (Gual y Vives, 1991: 23-24).

⁶ Sin embargo, hoy en día no existe ningún obstáculo tecnológico para que las empresas no financieras puedan autorizar a sus acreedores a realizar pagos contra sus derechos de crédito.

⁷ Si el mercado financiero no presentase fricciones de ningún tipo, ni costes de transacción, ni de obtención de la información, y los activos financieros fuesen perfectamente divisibles, no habría razón para la existencia de intermediarios financieros, pues de ninguna manera se justificaría, en términos de utilidad para el inversor, la adquisición de un activo emitido por un intermediario que, lógicamente, debe llevar incorporados costes de intermediación, frente a la de un activo primario, emitido por un agente económico en función de sus preferencias temporales de consumo (Berges y Soria, 1993: 11-12).

- la integración de los sistemas financieros y de los mercados de capitales europeos, gracias a la desregulación y a los espectaculares progresos experimentados en las técnicas de la informática y las telecomunicaciones. Se ha producido una mayor interdependencia de los mercados financieros mundiales, difuminándose las distinciones entre crédito bancario y emisión de valores, operaciones domésticas e internacionales, instrumentos de contado y productos derivados. Esta integración creciente ha estimulado los flujos de inversión transnacionales (Ortega, 1994: 17-30; Gual, 1994: 51-61).

2) La aparición de nuevas formas de operar, nuevos activos y técnicas de cobertura de las entidades financieras⁸, que han ido generando riesgos antes inexistentes (Lerena, 1982: 27; Franco, 1991: 219-220), a la vez que han dotado de opacidad a sus balances y cuentas de resultados respecto a la situación real de las propias entidades (Ortega, 1993: 2-3 y Ortega, 1994: 17-30). Esos nuevos activos y técnicas financieras han contribuido, en numerosos países, al auge creciente de los mercados de capitales como mecanismo alternativo para la colocación del ahorro y la financiación de la economía.

3) La progresiva dilución de las diferencias operativas entre las instituciones financieras y la paulatina pérdida de importancia del sistema bancario como eje del sistema financiero⁹, junto con el auge de los mercados de capitales ha supuesto la consolidación de canales de financiación alternativos al bancario que dotan de una mayor transparencia al proceso de intermediación, incrementan considerablemente la competencia en este sector¹⁰ y originan procesos de

⁸ Consecuencia, por otro lado, del amplio proceso de liberalización y desregulación que han experimentado las instituciones financieras españolas.

⁹ En este contexto, las autoridades monetarias se han ido encontrando con crecientes dificultades para el ejercicio adecuado de su función de supervisión de las instituciones financieras y para instrumentar sus políticas monetarias, siendo ésta la herramienta preferida para luchar contra la inflación en muchos países (Ortega, 1994: 17-30).

¹⁰ El negocio bancario ha pasado de un sistema de competencia regulada, que creó abundantes situaciones de dominio de mercado, a otro mucho más próximo al modelo de competencia perfecta, aunque con las imperfecciones que impone el mundo real (Lerena, 1993: 58).

desintermediación¹¹. Todo lo cual, deriva en una pérdida de posición relativa del sistema bancario y una crisis del modelo tradicional de intermediación bancaria¹² (Kaufman y Larry, 1994).

Por otro lado, el negocio bancario, tradicionalmente concebido como un conjunto unitario y homogéneo de actividades, se ha convertido en un negocio “universal”¹³. Como contrapartida a esta mayor libertad operativa del sistema bancario, se ha producido una mayor supervisión de su actividad por parte de las autoridades (Poveda, 1990).

4) La debilidad del crecimiento internacional y español desde 1989¹⁴. En consecuencia, se ha producido la caída del margen de intermediación¹⁵ y del

¹¹ *Desintermediación* : contacto directo entre la unidad económica con superávit (ahorrador) y la unidad económica con déficit (inversor), que antes se realizaba a través de un intermediario financiero. La desintermediación se relaciona íntimamente con los fenómenos de desregulación e innovación financiera. La primera facilita el contacto directo ahorradores-inversores, mediante una desregulación, que aumenta la libertad operativa y la competencia, en tanto que la innovación financiera hace aparecer nuevos productos, intermediarios y servicios (Gutierrez y Chuliá: 1988).

¹² El ahorro del público ya no es intermediado exclusivamente por las entidades de crédito. A veces, las empresas o los inversores finales con capacidad para acudir a los mercados lo toman directamente de los ahorradores. En general, sin embargo, se remansa en una serie de instituciones como las sociedades y fondos de inversión y de pensiones y las compañías de seguros, que acuden a los mercados financieros para colocarlo en activos financieros rentables emitidos por empresas, por las Administraciones Públicas o incluso por instituciones financieras (Lerena, 1993: 59-60).

¹³ “La desintermediación ha pasado de ser el mayor enemigo de las entidades bancarias a constituir una de sus fuentes de ingreso con más futuro” (Ortega, 1994: 17-18). Las empresas bancarias se están convirtiendo en empresas de servicios plenos, compitiendo con compañías de seguros, agencias de viajes, fondos de inversiones y empresas de *leasing*. Además, la nueva Ley del Mercado de Valores ha consagrado para España el modelo de banca universal, puesto que a pesar de haber establecido la exclusividad de contratación en bolsa para las sociedades y agencias de valores, éstas pueden ser controladas por entidades de depósito y, además, excepto para la ejecución de órdenes en bolsa, las entidades de depósito pueden efectuar prácticamente las mismas funciones que las sociedades y agencias.

¹⁴ Después de la crisis económica de los setenta-ochenta se ha producido un cambio en la situación de los prestatarios. Aumenta su autofinanciación y su sensibilidad al coste de los recursos financieros, por lo que dejan de depender tanto del crédito bancario (Bengoechea y Pizarro 1991: 186).

¹⁵ La “guerra de las supercuentas”, en 1989, erosionó los márgenes de intermediación de las entidades financieras y forzó una profunda reestructuración del sistema bancario, por la vía del incremento en su grado de concentración y en la búsqueda tanto de una mayor dimensión como de

margen ordinario en las cuentas de resultados de las instituciones de crédito, así como se han constatado incrementos sustanciales en la morosidad de sus créditos con las correspondientes mayores dotaciones para su provisión y/o cobertura. En consecuencia, se ha producido una disminución de la concesión de créditos a particulares y PYME; y un estudio más preciso de la posición de riesgo de los prestatarios.

Procesos y agentes de desintermediación.¹⁶

De lo pergeñado anteriormente, es fácil deducir que fenómenos como la liberalización e innovación financiera; el avance tecnológico de la información y las comunicaciones, que ha facilitado la mundialización de la economía y la internacionalización de las entidades bancarias; la mayor experiencia y conocimientos económicos y financieros de los agentes económicos; el desarrollo de mercados financieros alternativos a los bancarios tradicionales; así como la armonización de las políticas monetarias y financieras nacionales, han acelerado el proceso de desintermediación.

Empíricamente, se puede constatar el proceso de desintermediación en España, analizando la evolución de los dos grandes instrumentos financieros de la economía española (créditos y valores negociables), en buena parte paralela y de signo contrario, y relativamente acelerada hasta 1988 (gráfico 3.1). En primer lugar, se ha producido una pérdida de importancia del crédito bancario en la financiación de la economía española, cuyo peso, de casi un 50 por ciento al principio de los años 1980, se reduce a niveles del 30 por ciento en relativamente pocos años; lo cual puede interpretarse como una manifestación de la desintermediación financiera, al menos en la actividad crediticia bancaria

una racionalización de su estructura organizativa. Por otro lado, motivó operaciones relacionadas con entidades de otros sectores financieros e indujo la oferta de productos y servicios no típicamente bancarios (Ortega, 1994: 17-30).

¹⁶ El fenómeno de la desintermediación en España ha sido tratado inicialmente por Lerena (1982 y 1985), Ballarín (1985), Polli (1985), Jané (1985 y 1989), Casilda (1986), Sánchez (1987) y Torrero (1989), entre otros, y posteriormente por Canals (1990), Fernández, A.I. (1990), Revell *et al.* (1990); Bueno y Rodríguez Antón (1990), Bengoechea y Pizarro (1991), Cuervo *et al.* (1995), Lerena (1993), Bengoechea y Pizarro (1993 y 1994), Mayer y Vives (1994) y Termes (1995), por citar tan sólo algunos de los autores consultados.

convencional. Una de sus consecuencias es que la financiación de la economía se hace más dependiente de los mercados de valores, con los consiguientes riesgos que ello comporta (véase la evolución favorable de los valores negociables en el gráfico 3.1.).

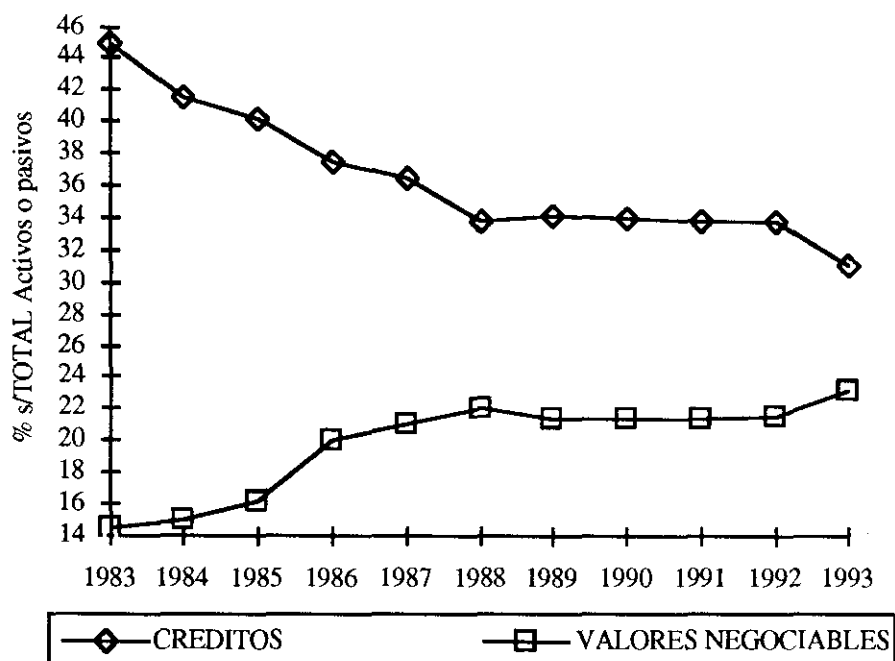


Gráfico 3.1.: Evolución de créditos y de valores negociables sobre total activos o pasivos financieros de la economía española, durante 1983-1993.

Fuente: Banco de España, Central de Balances 1993 y elaboración propia.

Los distintos intermediarios financieros no bancarios actúan, cada vez más, en el terreno de la intermediación financiera convencional, e incluso las grandes compañías industriales o de servicios¹⁷ -entre éstas, las grandes empresas de distribución comercial¹⁸- están introduciéndose, de manera progresiva, en el sector

¹⁷ Estas empresas desintermedian al encontrar nuevas fórmulas de financiación en instituciones no bancarias y en los mercados de dinero y de capitales. Su demanda de financiación bancaria disminuye, y por tanto, el volumen del negocio activo bancario (Bengoechea y Pizarro, 1994: 59-60). Algunas grandes empresas industriales disponen de filiales financieras y otras poseen verdaderos bancos (Dow Chemical y British Petroleum, entre otras).

¹⁸ Ballarín (1989: 117) expone el caso concreto de la empresa norteamericana Sears Roebuck & Co., "competidor más exótico en el cambiante sector de servicios financieros".

financiero, como se observa, sobre todo, en el sistema norteamericano y en otros sistemas financieros más desarrollados.

Algunas nuevas instituciones, competidoras de las instituciones de crédito en el proceso de desintermediación ofrecen, de una forma más eficiente, productos financieros no bancarios que son sustitutivos de los activos y pasivos bancarios (Lerena, 1993: 59). Un ejemplo desde el lado de la desintermediación del ahorro, que compite directamente con los productos tradicionales del pasivo bancario (depósitos bancarios), son los fondos de inversión¹⁹, que se captan y gestionan con muchos menores costes que los productos de pasivo bancarios²⁰. Suponen esencialmente una canalización alternativa del ahorro generado por las familias y las empresas no financieras, hacia otras empresas y fundamentalmente, hacia el gran demandante de fondos que es el sector público, ya que dicho ahorro de familias se invierte principalmente en activos financieros emitidos por las Administraciones Públicas (AA.PP.) (Gual, 1994: 36 y 40)²¹. Se trata de instrumentos, con un gran atractivo fiscal, que buscan acercar la rentabilidad del ahorrador al coste del tomador de los recursos, intentando, a veces, limitar el riesgo mediante la diversificación y que ejerce, “de facto”, un efecto de “expulsión” respecto de los emisores privados de activos financieros para colocaciones productivas, quienes, sobre todo en situaciones de recesión económica, no pueden competir con los tipos ofrecidos por las AA.PP.²². En este

¹⁹ La desintermediación mediante la aparición de fondos y sociedades de inversión es un tema ampliamente tratado en los últimos años por diversos autores, entre los cuales figuran, García-Vaquero (1991), García-Vaquero y Maza (1994), Revell (1993) y Martínez (1995). Como obras primigenias a ese respecto, cabría citar dos números específicos de la revista *Perspectivas del Sistema Financiero*, dedicados a “Instituciones de Inversión Colectiva” (1985, N° 12) y a “La Inversión Colectiva y la Distribución de la Deuda Pública: Los Fondos de Inversión” (1991, N° 35).

²⁰ Estas formas de ahorro colectivo han contado además con un tratamiento fiscal comparado ventajoso. Steinherr y Huveneers (1992) constataron empíricamente sus efectos en países de la OCDE -principalmente, la disminución de los depósitos bancarios, a la vista y a plazo-.

²¹ Esta creciente emisión de deuda pública constituye uno de los efectos perniciosos del imparable déficit de las AA.PP., dado que a cambio de liquidez inmediata incrementan de manera continuada su nivel de endeudamiento.

²² El desarrollo de los mercados monetarios ha contribuido al desarrollo de los fondos de inversión en activos monetarios, al permitirles operar como verdaderas cuentas corrientes sobre las que extender talones, y ha elevado el coste de oportunidad de los depósitos bancarios, acrecentado la volatilidad de sus tipos de interés (Bengoechea y Pizarro, 1994: 78-89).

ámbito, el sector público se ha convertido en un oferente masivo de títulos que permite colocaciones atractivas de ahorro o de excedentes de tesorería. Los seguros de vida y los fondos de pensiones son otros casos de desintermediación financiera en la colocación del ahorro de los particulares²³.

La significativa expansión en los últimos años de la actividad del seguro en España, incluyendo los fondos de pensiones, y sobre todo, de los fondos de inversión se constata empíricamente analizando el aumento del peso de las reservas técnicas del seguro y de las participaciones en fondos de inversión, en los activos y pasivos financieros de la economía española (gráfico 3.2.).

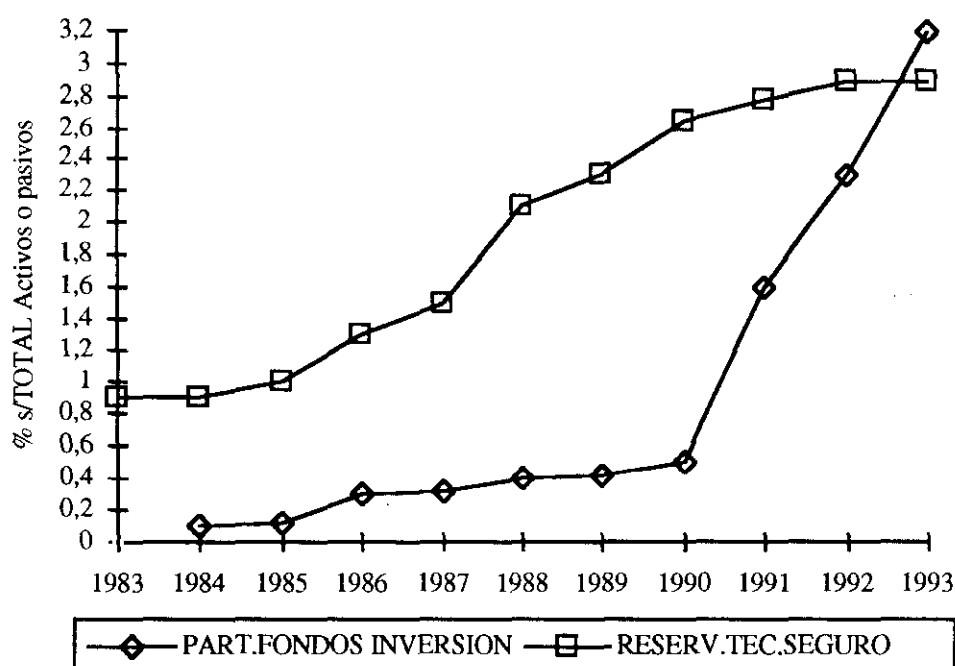


Gráfico 3.2.: Evolución de participaciones en fondos de inversión y reservas técnicas de seguros sobre total activos o pasivos financieros de la economía española (1983-1993).

Fuente: Banco de España, Central de Balances 1993 y elaboración propia.

²³ Davis (1991), Sellón (1992), Landerman (1993), Mack y Schoenbeck (1993), Tarrazón y Montllor (1993) y Le Moullac y Vega (1994). Existe, igualmente un número específico de la revista *Perspectivas del Sistema Financiero*, dedicado a "Fondos de Pensiones" (1989, N° 26).

Casos concretos de desintermediación, que afectan a las operaciones de activo de las entidades de crédito los constituyen el rápido crecimiento de los flujos de recursos hacia los mercados de capitales, que pueden aprovecharse por las grandes empresas, con una buena calificación crediticia, para la emisión de pagarés y la consiguiente elusión del crédito bancario²⁴. Del mismo modo, el crédito interempresarial²⁵, tanto el comercial -que resulta del aplazamiento del pago de transacciones comerciales- como el financiero, constituye una alternativa de financiación a corto plazo relativamente cercana al crédito bancario, más cómoda y rápida de obtener y, a la vez, de menor complejidad y formalismo que la emisión de valores. En condiciones normales esta fórmula financiera incluye elementos de espontaneidad y de no sometimiento a largas negociaciones previas, que proporciona una gran flexibilidad a la gestión financiera a corto plazo; aunque la base de potenciales prestamistas sea más reducida -sólo los vinculados por relaciones comerciales o de propiedad-. El crecimiento de los plazos medios de pago y cobro, es decir, de la duración de las deudas comerciales, de las empresas no financieras españolas, en los últimos años, refleja igualmente la expansión de la financiación interempresarial²⁶. La reactivación de este tipo de crédito puede tener, sin embargo, consecuencias negativas:

²⁴ El desarrollo de los mercados de papel comercial ha supuesto la apertura de una fuente de financiación a corto que sustituye al crédito bancario, ofreciendo, simultáneamente, oportunidades de colocación al ahorro familiar y al empresarial (Bengoechea y Pizarro, 1994: 78-89). La desintermediación financiera de este tipo en España, surgió en 1982, con la aparición de los pagarés de empresa, consolidándose bajo la regulación de la Ley de Activos Financieros de 1985. Las empresas podían obtener fondos en el mercado a costes inferiores a los que conseguían a través del banco (Salaverry, 1987).

²⁵ Este tipo de crédito no se puede considerar estrictamente como desintermediación, ya que son operaciones vinculadas a transacciones comerciales y han existido desde siempre; no obstante, son relevantes como vía para estudiar las políticas empresariales ante las restricciones (crédito contingentado y elevación de tipos) del crédito bancario. Chuliá (1990, 1991 y 1992) constató empíricamente un fuerte crecimiento del mercado de pagarés de empresa y una mayor utilización de la financiación interempresarial, como un medio particular de financiación extrabancaria dentro de los procesos de desintermediación financiera, a partir de los datos aportados por la Central de Balances del Banco de España (CBBE). En 1990 creció, incluso por encima del crédito bancario al sector privado. Además, se trata de un fenómeno generalizado a nivel internacional, según contrastó Chuliá (1991), basándose en los datos de la base BACH. Hernando (1995), por su parte, verificó que un endurecimiento del tono de la política monetaria supone un incremento relativo de la financiación vía pagarés de empresa con respecto al crédito bancario, así como un encarecimiento de este tipo de crédito en relación a los pagarés.

²⁶ A partir de los datos de las empresas no financieras aportados por la CBBE, se aprecia una reducción de forma gradual en años 80 de los plazos medios de pago y cobro. Entre 1982 y

1) Se puede contrastar (Chulia, 1992) una relación positiva entre la financiación interempresarial, las suspensiones de pagos y el riesgo de inestabilidad financiera. Por ello, existe una preocupación generalizada en varios países, por la excesiva expansión del crédito interempresarial, y en concreto del comercial -por ejemplo, en Francia, sobre todo en el sector de la Gran Distribución-.

2) Papel “activo” en la generación y transmisión de crisis financieras, dado que la capacidad de las empresas no financieras para acotar el alcance de crisis generalizadas de pagos es inferior a la del sistema financiero, que dispone de medios y mecanismos singulares diseñados para gestionar ese tipo de situaciones con un enfoque unitario, global y, en cierta medida, cooperativo (seguro de depósitos).

De igual forma, los intermediarios “bancarios” se introducen en “nuevos” negocios que la desintermediación ha potenciado²⁷, ante la dificultad de obtener suficientes ingresos a través de sus actividades tradicionales y la consecuente reducción de su negocio bancario clásico (Lerena, 1985, b: 58)²⁸. La introducción

1989 la reducción de los plazos medios concedidos a clientes fue de 24 días y de 35 los recibidos de proveedores. A partir de 1991 se produjo un cambio de tendencia, creciendo los plazos y con éstos el número de suspensiones de pagos y de negociaciones extrajudiciales para el aplazamiento de las deudas (Chuliá, 1991 y 1992). Según algunos autores, como Chuliá (1992), el racionamiento crediticio de 1990, en España, fué la causa de este cambio de tendencia, porque las empresas recurrieron a la financiación interempresarial, al no poder acudir al crédito bancario.

²⁷ Así, durante los últimos años, se ha producido un crecimiento de operaciones que no pertenecen a su negocio tradicional, entre las que figuran (Gutierrez y Chuliá, 1988: 22-23 y 27-28):

- Operaciones “fuera de balance”, como las de colocación y aseguramiento de diversos valores (acciones y obligaciones privadas, avales a pagarés de empresa, transferencias y participaciones de activos, opciones y futuros).

- “Securitización”, es decir, y en sentido amplio, la creciente emisión de títulos negociables por las entidades bancarias (títulos hipotecarios, letras endosadas, pagarés bancarios, cesiones temporales de títulos y participaciones de activos) para captar recursos financieros por vías adicionales a la tradicional de los depósitos, así como, por el lado del activo de su balance, el consiguiente incremento en sus tenencias de estos valores. La titulización crediticia propiamente dicha o “titulización” en sentido estricto, es el proceso de venta que realizan las instituciones financieras y otras empresas de derechos de crédito existentes en su cartera a entidades instrumentales (Fondos), que captan la liquidez necesaria mediante emisiones en los mercados de valores; desarrollado ampliamente en Europa, ha sido tratado de una forma rigurosa y exhaustiva por Almoguera (1995). Freixas y Valero (1993) y Bengoechea y Pizarro (1993 y 1994) también tratan el proceso de desintermediación a través de la titulización.

de estos nuevos productos no bancarios (Jané, 1985: 43), por la banca entraña, en muchos casos, una ruptura de las relaciones tradicionales entre los activos y pasivos del balance bancario. De esta manera, los bancos compiten en los mercados de productos bancarios y en los nuevos mercados de productos financieros sustitutivos de los bancarios (Bengoechea y Pizarro, 1994).

La teoría de los costes de transacción puede aportar una explicación al fenómeno de la desintermediación financiera²⁹. Como ya se ha comentado, en principio, una de las razones de ser de los intermediarios financieros se basa en que transforman títulos primarios emitidos por las empresas en títulos financieros indirectos solicitados por los inversores finales, reduciendo los costes de transacción (Mayer y Vives, 1994: 17-18; Tirole, 1994; Rodríguez Fernández, 1990 y 1994)³⁰. Sin embargo, este razonamiento y de no mediar restricciones legales, está sujeto a la objeción de que empresas no financieras podrían, por sí mismas, ofrecer títulos financieros, como depósitos a la vista³¹, deseados por los inversores financieros (ahorradores), incurriendo en menores costes de transacción. Incluso pueden financiar inversiones a largo plazo tomando prestado a corto plazo de los ahorradores finales, sin utilizar un intermediario financiero. Hellewig (1991) argumenta que al menos las empresas no financieras que sean lo suficientemente grandes, no deberían verse afectadas por el riesgo de retiradas de fondos.

²⁸ Al cierre de 1994, los fondos de inversión (FIM y FIAMM) habían alcanzado un activo valorado en 11,25 billones de pesetas, al final de septiembre de 1995, de 11,4 billones (Fuente: *Gaceta de los Negocios*, 3/10/1995).

²⁹ Los mecanismos de desintermediación se traducen en una mayor agilidad del proceso canalizador del ahorro hacia la inversión, en una ahorro de costes de intermediación -con lo que se reducen de costes de transacción-, y en una incentivación del ahorro. Son el resultado de la innovación tecnológica, en el área de las telecomunicaciones y de las técnicas de dirección y gestión empresarial, en un contexto de progresiva internacionalización de las economías (Durán, 1988).

³⁰ La función principal de los intermediarios financieros es reducir los costes que las operaciones de transferencia intertemporal de recursos entre ahorradores e inversores finales ocasionan (Benston y Smith, 1976), como consecuencia, sobre todo, del conflicto de intereses inherente a las posiciones de acreedor y deudor.

³¹ Actualmente no es posible, por la regulación existente de las entidades de depósito.

Por tanto, la desintermediación (o contacto directo entre ahorradores e inversores) puede suponer unos menores costes de transacción que canalizar dicho ahorro hacia la inversión a través de intermediarios. Esta desintermediación es un ejemplo de cómo transacciones de mercado pueden sustituir a la empresa -en este caso a la entidad de crédito-. Por ello, la competencia en el sector financiero tiene lugar no sólo entre entidades financieras (empresas), sino entre mercado y empresas³².

³² “El crecimiento de la desintermediación supone un triunfo momentáneo del mercado sobre la empresa” (Arruñada, 1990: 24).

3.2.2. Las grandes empresas de distribución comercial como agentes de los procesos de desintermediación.

Las grandes empresas de distribución comercial asumen bajo ciertas condiciones las funciones de intermediación financiera llevadas a cabo tradicionalmente por los intermediarios financieros.

3.2.2.1. Financiación comercial de proveedores.³³

Las grandes empresas de distribución comercial prácticamente no tienen necesidad de acudir al sistema financiero para obtener fondos. La dilación de los pagos en sus compras empresariales y su gestión de tesorería, les evita, principalmente, acudir al descuento comercial, como fuente de financiación a corto plazo³⁴; con lo cual sustituyen “las deudas a corto plazo con entidades de crédito” (recursos financieros a corto plazo con coste explícito) por “el crédito comercial de proveedores” (recursos financieros a corto plazo sin coste explícito) en sus estructuras financieras (cuadro 3.1.)³⁵. Prescinden, de este modo, de la necesidad de “captar ahorro”, mediante el aplazamiento del pago a sus proveedores, utilizando sus propios gastos diferidos como vía transitoria de financiación. Por tanto, en este caso lo que se “desintermedia” propiamente es el descuento comercial o las actividades de *factoring*³⁶ realizadas por entidades financieras de depósito o entidades financieras vinculadas a grupos bancarios³⁷.

³³ Los créditos comerciales que los proveedores conceden a las grandes empresas de distribución comercial no constituyen, propiamente, desintermediación, sino que facilitan el desarrollo de su negocio financiero implícito (véase, a este respecto, el apartado 2.2. de la tesis: “Poder de negociación frente a proveedores y gestión del capital circulante”).

³⁴ El descuento comercial es la operación mediante la cual una entidad financiera pone a disposición de su cliente el importe de un efecto comercial antes de su vencimiento, previo su descuento financiero y la deducción de una serie de gastos (comisiones y retenciones).

³⁵ Teniendo en cuenta, además, que los datos empíricos muestran que, en España los recursos a corto plazo con coste explícito constituyen una de las fuentes de financiación más caras de la empresa.

³⁶ La operación o contrato de *factoring* consiste en la transferencia o venta de los créditos concedidos a los clientes. Presenta dos modalidades: la tradicional (*old line style*) consiste en encargar a un *factor* que cobre los créditos que la empresa ha concedido a sus clientes, a cambio de una comisión. La modalidad más utilizada actualmente (*new style*) consiste en vender a un *factor* (o a una entidad financiera) los derechos de crédito sobre clientes. Uno de los primeros estudios

La actividad financiera de los bancos de descuento, de los bancos comerciales y de las sociedades de *factoring* se dirige a la financiación del circulante³⁸. Sondas actividades que tienen suma importancia en un sistema empresarial como el español, caracterizado por la escasa autofinanciación y la gran dependencia del crédito a corto plazo y del descuento de papel, sobre todo en lo que se refiere a las pequeñas y medianas empresas.

sobre *factoring* en España es el realizado por J.L. Sánchez Fernández-Valderrama (1972): *El "factoring". Garantía, financiación, servicios*, Madrid: APD.

³⁷ Dietsch (1986) expuso algunas razones que conducen a las empresas no financieras a asumir un cierto papel de intermediario financiero: 1) Motivo de mercado: el crédito comercial es una variable relevante de la comercialización. La venta conjunta de la mercancía y del servicio financiero de aplazamiento de pago reduce el precio efectivo para el comprador y facilita la expansión de las ventas. 2) Motivo transacción: el crédito comercial es un mecanismo capaz de acrecentar la fluidez de los intercambios, mediante la división de la transacción bienes-dinero en otras dos transacciones separadas: bienes-crédito y, posteriormente, crédito-dinero, y 3) Motivo financiero: el mayor conocimiento mutuo de compradores y vendedores, les dota de incentivos para eludir los circuitos bancarios u otros mercados financieros, que tienen información incompleta y por tanto, suponen mayores costes de financiación.

³⁸ De Miguel y Pindado (1995) proponen un orden de prioridad en la financiación del circulante de las empresas, en función del equilibrio rentabilidad-liquidez (dado que en el análisis de la financiación a corto plazo, el riesgo queda en un segundo plano): primero descontar efectos comerciales con vencimiento igual o inferior a uno determinado V_1 , a continuación vender inversiones financieras a corto plazo, posteriormente descontar efectos comerciales con vencimiento superior a V_1 e inferior o igual que V_2 y, por último, disponer del saldo de la cuenta de crédito.

	1990		1991		1992		1993		1994	
	%Prov s/ PT	%Deud s/ PT	%Prov s/ PT	%Deud s/ PT	%Prov s/ PT	%Deud s/ PT	%Prov s/ PT	%Deud s/ PT	%Prov s/ PT	%Deud s/ PT
EL CORTE INGLÉS	27,28	1,53	27,12	0,81	23,57	3,77	24,15	0,46	23,00	1,08
PRYCA	58,81	0	57,88	0	52,16	0	51,16	2,35	48,29	2,80
CONTINENTE	59,85	0	59,37	2,28	69,03	1,28	60,11	0,43	55,01	0
ALCAMPO	-	-	-	-	61,39	0	55,40	0	-	-
MERCADONA	51,93	9,19	56,02	7,48	54,92	8,99	60,74	0,16	-	-
MAKRO	-	-	-	-	58,65	0	65,40	0	-	-
SABECO	58,21	0,12	44,10	0,37	45,35	0,44	49,86	0,29	49,84	0,25
SIMAGO	42,82	3,13	40,36	5,87	38,42	25,55	32,06	5,73	-	-
UNIDE	-	-	-	-	69,14	0,23	69,72	2,52	-	-
CAPRABO	38,30	0	38,87	0	39,16	0	38,22	0	34,57	0
CORTEFIEL	58,36	0	55,23	0	60,90	0,73	60,0	2,44	25,89	0,24
EROSKI	-	-	56,14	0	46,30	1,99	39,29	6,20	40,90	5,98

Cuadro 3.1.: Acreedores comerciales y Deudas a corto plazo con entidades de crédito respecto del total del pasivo, en algunas empresas de distribución comercial. Años 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994.

Fuente: Registro Mercantil, Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

La necesidad que la empresa tiene del descuento bancario puede ser resumida en dos aspectos fundamentales:

- Acortamiento del período de maduración y, por tanto, consecución de una mayor rotación del capital circulante.
- Medio para realizar la gestión de cobro de las ventas realizadas.

Por ello, esta forma de financiación a corto plazo es muy utilizada por las empresas³⁹. No obstante, la posibilidad de acudir al descuento de efectos está en función del volumen de ventas a crédito que realice la empresa y del plazo medio ponderado de las mismas⁴⁰.

Para calcular el efectivo del descuento bancario, se utiliza la ley financiera de descuento simple comercial:

$$E = N.[1 - (d.V./360)]$$

donde E es el efectivo, N el nominal, d el tipo anual nominal de descuento y V el número de días desde la fecha de negociación de los efectos hasta el vencimiento de los mismos.

En la determinación del coste efectivo (TAE) del descuento de efectos, debe entenderse que éste cumple dos funciones: una de crédito y otra de cobro; por ello el coste total de la operación de descuento se debe repartir entre ambas funciones. El coste del crédito es el tipo de descuento que cobra el banco, el cual varía en función del tiempo remanente hasta el vencimiento. El resto de los gastos, timbres, correo y comisiones, que se calculan en función del nominal de los efectos, son imputables a la función de cobro⁴¹.

Por tanto, para calcular el interés efectivo ($TAE=i_e$) inherente a los gastos de intereses de descuento a pagar, o coste del crédito ($N.d.V/360$), habrá que restarle la comisión de cobro (c) sobre el nominal (N), sumarle el coste adicional

³⁹ Los resultados empíricos del estudio de de Miguel y Pindado (1995) muestran que las fuentes de financiación más utilizadas por la empresa española son la cuenta de crédito y el descuento de efectos.

⁴⁰ A este respecto, debe considerarse que la política de clientes "usual" en el sector de la distribución comercial, esta es, el cobro al contado, limita la posibilidad de utilizar el descuento bancario como forma de financiación a corto plazo por estas empresas.

⁴¹ La normativa específica para el cálculo de la TAE en este tipo de operaciones es principalmente la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela (modificada por las Circulares 22/1992 de 18 de diciembre, 13/1993 de 21 de diciembre y 5/1994 de 22 de julio). Esta Circular desarrolla la Orden Ministerial del 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito. Actualmente, existe libertad por parte de las entidades financieras en la fijación de los tipos de interés que aplican a los descuentos de efectos, mientras que las comisiones mínimas permanecen fijas.

que supone pagar intereses por anticipado⁴², y dividirlo todo ello por la cantidad de efectos descontados corregida por el cociente entre el vencimiento y 360:

$$i_e = \frac{N.d.\frac{V}{360} - c.N + N.d.\frac{V}{360}i_e\frac{V}{360}}{N\frac{V}{360}} \Rightarrow i_e = \frac{d.360 - \frac{360^2}{V}.c}{360 - d.V}$$

de donde claramente se deduce que al disminuir el número de días entre la negociación y el vencimiento (V), el coste efectivo (i_e) disminuye, pues el numerador disminuye y el denominador aumenta. Además de este “coste efectivo”, habría que considerar también que las entidades financieras practican una retención de un porcentaje (alrededor de un 10 por ciento), sobre el nominal a descontar, en una cuenta de crédito. La consecuencia inmediata es la desvirtuación del coste efectivo del descuento bancario, convirtiéndolo en la operación financiera más cara que puedan realizar las empresas, y por contra, la más rentable para las entidades de crédito⁴³.

Crédito comercial: Estado de la cuestión.

El fenómeno del crédito comercial implica la existencia de un “intrasistema financiero” en el aparato productivo, en el que las empresas, mediante este tipo de financiación se suministran y se redistribuyen los recursos actuando como auténticos intermediarios financieros. El papel de los tipos de interés como asignadores de recursos queda, en última instancia, distorsionado por la actuación empresarial, siendo el nuevo “criterio asignador”, el “poder de mercado” de las empresas⁴⁴.

⁴² Este coste se calcula valorando lo pagado por intereses ($N.d.V/360$), al interés efectivo durante el período que media hasta el vencimiento: $\left(N.d.\frac{V}{360}\right)i_e\frac{V}{360}$.

⁴³ Mediante ejemplos prácticos del coste del descuento con retención puede verificarse dicha apreciación (*Fuente: Ausbanc*, julio 1995: “El descuento comercial. La financiación más cara”, pp.28-41).

⁴⁴ Campos (1986), mediante un análisis empírico, determinó el crédito comercial anormal -esto es, el alargamiento en los plazos de cobro y el acortamiento en los plazos de pago o al revés- de las empresas españolas no financieras, durante el período 1977-85, que supuso el 67,5

El crédito comercial es un crédito desgajado del sector financiero. Su suministro está ligado a criterios comerciales, como incentivar la venta, que difieren, en cuanto a su riesgo, de los del sistema financiero⁴⁵.

Existen factores estructurales que condicionan las dimensiones del crédito comercial (Campos, 1986): El precio unitario del artículo objeto de venta (a mayor precio, mayor dimensión del crédito comercial), el poder de un sector sobre sus proveedores o clientes, así como la mayor orientación del sistema financiero hacia el productor *versus* hacia el comprador. Campos (1986), en su estudio empírico, también concluyó que aproximadamente el 70 por ciento del crédito comercial total había sido canalizado por un número concreto de empresas, lo cual revela el carácter estructural de este fenómeno.

En una breve revisión de los estudios sistemáticos sobre el crédito comercial, habría que diferenciar los análisis micro de los macroeconómicos, así como aquellos otros que analizan simultáneamente los efectos micro y macroeconómicos de este tipo de crédito. En función del ámbito de estudio se podrían agrupar en los siguientes grupos:

1) Análisis de los efectos de la política monetaria sobre el crédito comercial:

- El crédito comercial surge como factor compensatorio del racionamiento del crédito, sustituyendo al bancario (Federal Reserve of Kansas, 1957; Informe Radcliffe, 1959⁴⁶; Brechling y Lipsey, 1963⁴⁷; Duberle y Monchotte, 1973; Saint

por 100 del incremento de la financiación del sistema crediticio al sector privado. El crédito comercial ascendía al 25 por 100 de los pasivos financieros anuales medios de las empresas. Lo cual confirma la existencia de un "intrasistema financiero" dentro del aparato productivo español, que actúa con criterios de distribución de los recursos diferentes de los del sistema bancario; son criterios desligados de los tipos de interés y mucho más conectados con los intereses reales de la actividad en los que se hallan implicados sus sectores compradores y vendedores -por ejemplo, el poder de negociación influye en la magnitud de tales créditos-.

⁴⁵ Sin embargo, sus aspectos de calidad y riesgo son importantísimos, ya que su expansión no controlada constituye una antesala de la suspensión de pagos.

⁴⁶ El Informe Radcliffe (1959) realizaba un estudio crítico de la política monetaria, negando la posibilidad de controlar los agregados monetarios por la extrema variación de la velocidad de circulación del dinero, debido a que el incremento del crédito comercial elevaba la velocidad de circulación, y actuaba por tanto, como factor compensador de la política monetaria.

Marc, 1975; Vam Nieuwkerk, 1975⁴⁸; Vadot, 1976; Bytros, 1978⁴⁹; Koskela, 1979; Campos, 1986; Chulia, 1991 y 1992⁵⁰).

- Algunos autores opinan que tales efectos no pueden ser especificados a priori (Nadiri, 1969).

- Otros rechazan la tesis del crédito comercial como neutralizante de la política monetaria (Meltzer, 1970; Comisariado General del Plan Francés, 1977⁵¹).

2) Análisis de la influencia de los movimientos del crédito comercial en la política monetaria:

- Ciertos trabajos consideran que el crédito comercial neto y su incremento anormal eleva la velocidad de circulación, neutralizando los efectos de una política monetaria restrictiva (Schwartz, 1974; Laffer, 1970 y 1981⁵²).

- Algunos estudios concluyen que el crédito comercial neto (activo menos pasivo) no influye en la política monetaria (Coates, 1967; Nadiri, 1969; Bytros, 1978).

⁴⁷ Concluyeron que en Inglaterra, el crédito comercial constituyó un procedimiento de las empresas para compensar la falta de crédito bancario. Este estudio provocó una viva polémica, en la que destacan las críticas de White (1964), a las que contestaron Brechling y Lipsey (1966), los estudios críticos de Coates (1967) y de Junk (1964), y el trabajo de Mc. Leod (1964) que reafirmó y amplió la tesis de Brechling y Lipsey, al examinar la relación crédito comercial/expansión de la renta monetaria, determinando que la expansión del crédito lleva a la expansión de la renta.

⁴⁸ Comprobó, en Holanda, el efecto del control cuantitativo del crédito a corto plazo sobre las empresas y la reacción de éstas, observable en los movimientos de sus cuentas comerciales. Así, determinó que el crédito comercial se relacionaba negativamente con la política monetaria.

⁴⁹ Clasificó los efectos de la política monetaria en directos (sobre el sector concreto) e indirectos (los que se van produciendo en cadena a través de las relaciones de liquidez).

⁵⁰ En España, a mediados de 1989, la reacción de las empresas más afectadas por las restricciones de crédito se tradujo, inicialmente, en el aplazamiento de los pagos comprometidos por las transacciones comerciales y en el recurso a otros apoyos financieros interempresariales.

⁵¹ Según los datos analizados en Francia, en los años 1971 y 72 se dieron simultáneamente una política monetaria liberal y unos plazos de pago estables; y en 1974, época de restricciones, comenzaron a disminuir dichos plazos.

⁵² Introdujo, en el concepto de dinero, el crédito comercial no utilizado; esto es, la capacidad adicional agregada de todas las entidades para comprar mercancías a crédito directamente de los vendedores. Por tanto, el incremento del crédito comercial suponía un incremento en la oferta monetaria con el consiguiente de los tipos a corto y de los precios.

- Mientras que, para otros (Koskela, 1979), el crédito comercial no siempre refuerza o neutraliza la política monetaria, sino que en el caso de un fuerte racionamiento el crédito comercial neutraliza la política monetaria y lo refuerza en el caso de un racionamiento débil, en el que el efecto del tipo de interés como coste de oportunidad del crédito comercial tendería a la baja del mismo⁵³.

- Del mismo modo, también se han estudiado los efectos inflacionistas del incremento del crédito comercial (Brechling y Lipsey, 1963; Laffer, 1970 y 1981; Schwartz, 1974). Sin embargo, Nadiri (1969) no encontró un claro impacto inflacionista del crédito comercial.

3) Análisis de la naturaleza, coste y riesgo del crédito comercial: Beckman y Foster (1955)⁵⁴, Seiden (1965)⁵⁵, Wrightsman (1969)⁵⁶, Fiedler (1971)⁵⁷, Comisariado General del Plan Francés (1977)⁵⁸. Así como sus aspectos internacionales (Grandjean, 1979).

⁵³ Según este autor, la neutralización por el crédito comercial de la efectividad de la política monetaria se produce porque cambian las condiciones de los préstamos del Banco Central a la banca y los tipos de interés sobre los préstamos (éstos se relacionan con la intensidad del racionamiento de crédito en el mercado de fondos prestables del sistema bancario).

⁵⁴ Determinaron una completa relación de variables que explican la dimensión del crédito comercial para cada sector: rotación de inventarios, localización de los clientes y las facilidades de transporte, términos de venta garantizados por los vendedores de la mercancía, condiciones competitivas y el carácter de la mercancía, cantidad implicada en la transacción, clases de clientes, naturaleza del riesgo del crédito, diferencias de estacionalidad entre las industrias y actitud del director de crédito comercial -restrictiva o expansionista-.

⁵⁵ Contrastó un descenso en la calidad del crédito comercial a lo largo del tiempo y una relación entre el período en que se debe el pago, el período de descuento y la tasa de dicho descuento, de forma que una subida de la tasa elevaba el coste de financiación del crédito comercial y un alargamiento del plazo disminuía la calidad del crédito comercial -la prima de riesgo existente en el crédito bancario no se da en el crédito comercial, por lo que una empresa de baja calidad puede facilitar créditos comerciales a un tipo de interés implícito más bajo-.

⁵⁶ Estudió el crédito comercial óptimo, analizando la relación entre la tasa de descuento y la duración del crédito concedido al cliente. Consideraba que el coste del capital de los fondos propios influyó en el tipo óptimo del crédito, que el período óptimo variaba con el beneficio marginal de las ventas, y que la cuantía del crédito comercial dependía de las condiciones del mercado. Este variaba directamente con la demanda de crédito y el coste del crédito comercial e inversamente con la ganancia marginal en las ventas y la sensibilidad de la demanda de crédito comercial frente a los cambios en los términos del crédito.

⁵⁷ Se centró en el estudio del riesgo del crédito comercial.

4) Relaciones del crédito comercial con otras variables, entre las que destacan:

- el tamaño de las empresas y el tipo de industria: Federal Reserve of Kansas (1957)⁵⁹, Bytros (1978)⁶⁰, Sanwa Bank (1981);
- la liquidez de la empresa en relación con el crédito comercial: Bytros (1978)⁶¹;
- relación directa con el nivel de ventas e inversa con el coste de oportunidad⁶² (Nadiri, 1969; Vam Nieuwkerk, 1975; Bytros, 1978);
- relación entre el plazo y el coste del descuento del papel comercial y el del crédito comercial (Lacourt, 1979).

5) Análisis de las transferencias de crédito comercial (Koskela, 1979)⁶³, de las empresas grandes a las pequeñas (Meltzer, 1970; Schwartz, 1974; Oudin, 1979); de las empresas rentables a las poco rentables (Campos, 1986: 47) y de las más endeudadas con el sistema bancario a las menos endeudadas (Chulia, 1990: 55-56)⁶⁴.

⁵⁸ R. de Vannoise (*Le Credit Commercial Interentreprises 400 mill en 1975*, pags. 99-119 del informe "Crédito interempresas" del Comisariado General del Plan Francés) analizó el coste real del crédito comercial.

⁵⁹ Llegó a la conclusión empírica de que el mayor incremento del crédito comercial se dió en empresas con activos superiores a los 50 millones de dólares.

⁶⁰ Analizó los efectos del tipo de industria y de su tamaño en el crédito.

⁶¹ La "ratio" de liquidez relativa, o relación entre la "ratio" de liquidez de la empresa (activo circulante/capital circulante) y la liquidez de sus clientes (ponderada por el porcentaje sobre sus ventas que supone cada uno de ellos) es determinante en el estudio econométrico de Bytros, ya que explica un 80 por ciento del incremento del crédito comercial.

⁶² Nadiri (1969) diferenció tres tipos de coste englobados en el coste de oportunidad del crédito comercial: 1) *Carring cost*: la renta perdida por los recursos utilizados en dicha financiación estimada como el tipo de interés de los fondos públicos a corto, ajustada por las pérdidas de capital, 2) La tasa de depreciación por morosos y fallidos, y 3) La tasa referida a los *standards* del prestamista, cuya estimación es cualitativa (la pérdida de liquidez del prestamista y su análisis lleva al de la posición de liquidez del mismo mediante una combinación de ratios tradicionales, como la "Quick" "Ratio", el Fondo de Maniobra, el Endeudamiento y otros). Bytros (1978) utilizó el coste del capital.

⁶³ La estructura oculta de los tipos de interés en el crédito comercial puede estimular la transferencia de crédito comercial de unas empresas a otras, al compararla con el tipo de interés bancario.

6) Por último, algunas críticas al crédito comercial con base en que escapa a la reglamentación del crédito, paraliza a las empresas en crecimiento y al sector industrial, y permite la aplicación de condiciones discriminatorias (Mauvernay, 1979); o en sus consecuencias financieras y fiscales, porque paraliza a las empresas con mayor valor añadido, ya que sus compras constituyen una menor parte de las ventas que en las de menor valor añadido, con lo que tienen, en principio, una financiación proveedora menor y han de recurrir al crédito bancario a corto (Comisariado General del Plan Francés, 1977⁶⁵).

Cuantificación de la financiación comercial de proveedores en el sector de la distribución comercial española:

En el sector de la distribución comercial española, el peso de este tipo de financiación comercial, y por tanto “extrabancaria”, de los proveedores a las empresas comerciales, en el conjunto de la economía nacional, se hace evidente en el porcentaje que representaban sobre el saldo de pasivos financieros totales en los años 1992 y 1993 (cuadro 3.2.). La estabilidad de los porcentajes en la “serie” temporal analizada abunda en el carácter estructural del fenómeno. El porcentaje del crédito comercial suministrado por proveedores, respecto del total de pasivos financieros anuales medios, proporciona un indicador del grado de sustitución, en este tipo de empresas, de la financiación bancaria a corto plazo por este tipo de créditos de provisión y, por tanto, de su incidencia en la demanda de dinero de las empresas.

⁶⁴ Chuliá (1991) demostró que las empresas cotizadas en bolsa en 1989 tenían menor participación en la financiación comercial, así como la existencia de una fuerte concentración de las operaciones financieras comerciales, al término de 1989, en el subgrupo de empresas con menor deuda bancaria relativa.

⁶⁵ F. Mader (*Le Credit Interentreprises et ses consequences financieres*, pags. 162-212 del informe “Crédito interempresas” del Comisariado General del Plan Francés).

	Años	Crédito comercial (proveedor.) recibido (miles de millones)	Créditos de entidades de crédito (miles de millones)	% Crédito comercial recibido		% Créditos de entidades de crédito	
				s/Pasivos Financier. Totales	s/ Crédito Comerc. emp. no financier.	s/Pasivos Financier. Totales	s/ Crédito bancario emp. no financier.
Total emp. no financieras(BEACB)	1992	5.252,6	5.922,7	13,8	100,0	15,6	100,0
	1993	5.455,0	5.775,6	13,9	100,0	14,7	100,0
Total emp. distrib.com(IBD)	1992	815,1	94,6	2,1	15,5	0,2	1,6
	1993	769,2	40,9	2,0	14,1	0,1	0,7
50 primeras emp.distrib.com.	1992	532,7	35,6	1,4	10,1	0,1	0,6
	1993	582,7	14,4	1,5	10,7	0,03	0,2

Cuadro 3.2.: Importancia del crédito comercial de proveedores (recibido).

Fuentes: Banco de España, Central de Balances 1993; *Anuario Financiero de la Distribución*, 1995 y elaboración propia.

3.2.2.2. Financiación del consumo privado.

Las grandes empresas de distribución comercial no sólo prescinden de los servicios de intermediación desarrollados tradicionalmente por las entidades financieras, sino que incluso llegan a actuar ellas mismas como verdaderos intermediarios “canalizando” sus propios gastos diferidos, como consecuencia de su gestión del capital circulante, hacia la inversión de las unidades económicas con déficit -especialmente familias-, compitiendo con las entidades financieras en la captación de operaciones de activo⁶⁶. El mecanismo del aplazamiento de los pagos redunda en un incremento de su disponibilidad a corto plazo, que utilizan para la concesión de créditos al consumo privado.

⁶⁶ Los mercados de crédito privado están en continua evolución, sus recientes cambios son tanto económicos como psicológicos. En la pasada década, los mercados privados no bancarios tuvieron un papel importante en la financiación del desarrollo de negocios con una facturación de entre 25 millones de dólares y 500 millones en los EE.UU. (Fuente: “Where Credit Is Due”, *Institutional Investor*, junio 1991: 25: S3-S4). Existen dos razones clave que explican porqué el crédito bancario tenderá a mantenerse reducido: 1) las actividades especulativas de las corporaciones, y 2) el sector no bancario que concede financiación, dado que regular a las entidades no bancarias es muy difícil (Fuente: “Bubble Economics: Far from a Worn-Out Worry”, *Tokyo Business Today*, junio 1991: 59: 35).

La Ley de Crédito al Consumo, 7/1995, de 25 de mayo de 1995, regula la financiación al consumo en España, siendo aplicable únicamente para préstamos a personas físicas, no jurídicas, que oscilen entre 25.000 y 3.000.000 de pesetas, así como para aquéllos que tengan un plazo de vencimiento inferior a tres meses o a un año, si el pago se realiza en cuatro plazos. Por tanto, los créditos concedidos por las grandes empresas de distribución comercial, tradicionalmente no regulados (lo que ha generado diversos incumplimientos efectivos)⁶⁷, deben cumplir los requisitos de transparencia exigidos por esta nueva Ley⁶⁸.

Concurrencia de las grandes empresas de distribución comercial y las entidades financieras en la actividad financiera.

La competencia en el sector financiero se ejerce no sólo entre entidades financieras, sino entre distintas unidades económicas que “producen” transferencias intertemporales de recursos. Por ello, la práctica bancaria convencional compite como forma de organización económica con actividades dotadas de un menor grado de intermediación (Arruñada, 1990: 24).

Además, el mercado de productos y servicios financieros es “contestable” (de libre acceso y en el que la salida no tiene coste relevante, por lo que existe siempre la amenaza de competidores potenciales). Por ejemplo, en el segmento del crédito al consumo, el número de participantes incluye a empresas productoras y

⁶⁷ Por ejemplo, según un estudio del Gobierno de Madrid, las ventas a plazos de electrodomésticos en las grandes superficies de Madrid incumplían la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, en relación con la falta de información sobre las condiciones reales de la financiación hasta el momento de firmar el contrato de compra-venta. Se estimó que el coste añadido podía variar entre un 1 y un 2,82 por ciento mensual, que convertido a Tasa Anual Equivalente, implicaría diferencias de entre un 12,68 y un 39,61 por ciento anuales (*Fuente: Expansión*, 13/10/1995).

⁶⁸ La legislación sobre disciplina e intervención de entidades de crédito recoge la mayoría de las normas contempladas en la Ley de Crédito al Consumo, por lo que ya eran aplicadas en bancos, cajas de ahorros y entidades de financiación. Estas normas son las de transparencia del Banco de España del 12 de diciembre de 1989, que se refieren a tipos de interés, normas de actuación, información al cliente y publicidad de las entidades de crédito, y la Circular número 8 de 1993 del Banco de España, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela (*Fuentes: El País*, 17/4/1994; *Expansión*, 30/6/1995).

distribuidoras de bienes de consumo duradero y a grandes empresas de distribución comercial, lo que constituye una amenaza potencial que puede imponer cierta disciplina en el funcionamiento de este segmento del mercado financiero (Durán, 1988: 56).

Las grandes empresas de distribución comercial proporcionan una financiación alternativa a la ofrecida por las entidades financieras⁶⁹, y en ocasiones, más barata que la de los bancos a sus clientes (Rodríguez Carrasco, 1994: 221) y de una forma más rápida⁷⁰, e incluso “automática” a través de las tarjetas de crédito⁷¹.

Unas y otras compiten entre sí, en el mercado de las tarjetas de crédito⁷², en el que tienen un elevado poder y potencial las empresas comerciales, dado que pueden usar sus propios productos o servicios como incentivos para captar nuevos titulares de tarjetas, al tiempo que sus costes de tarjetas son más reducidos; están menos reguladas que las entidades financieras y a menudo tienen acceso a

⁶⁹ En julio de 1994, El Corte Inglés anunció un acuerdo con la Corporación Argentaria, en virtud del cual completaba la cuantía de los préstamos hipotecarios concedidos por la entidad bancaria, que podían llegar hasta el 80 por ciento del valor de la vivienda, con una cantidad hasta el 20 por ciento restante, y al tipo correspondiente al de la hipoteca, para reformas en la vivienda adquirida o para la adquisición de cualquier otro producto o servicio relacionado con el hogar (Fuente: *El País*, 17/7/1994).

⁷⁰ Los bancos están perdiendo cuota de mercado en todas sus líneas de negocio por la concurrencia de las empresas no bancarias (como General Motors, General Electric y Sears). Estas empresas pueden conceder préstamos más rápidos y más baratos, principalmente porque no tienen que responder a las regulaciones bancarias. La mayoría de estas empresas son calificadas doble o triple A; así que pueden prestar a un tipo más reducido que los bancos. Con lo cual, cada vez se conceden más préstamos al margen de la regulación bancaria (Fuente: “The Real Issues Behind Bank Reform”, *Euromoney*, febrero 1991: 33-36).

⁷¹ El crédito automático mediante la tarjeta de crédito tiene la ventaja, frente a los tradicionales préstamos personales y los descubiertos en cuenta corriente (sendas modalidades de financiación reguladas por la Ley de Crédito al Consumo), de ser instantáneo y no requerir visita a una sucursal bancaria ni realizar el resto de trámites convencionales (facilitar información, presentar avales, ...) (Fuente: *Cinco Días*, 5/7/1995).

⁷² La batalla de las tarjetas de crédito también sirve como prueba de otra potencial invasión de las empresas no bancarias dentro del mercado bancario (Fuente: “Nonbanks Banks: The Credit Card War”, *Bankers Monthly*, marzo 1990: 107: 34-35). Los bancos de EE.UU. compiten ferozmente por la cuota de mercado de las tarjetas de crédito, de origen relativamente reciente. Compiten también con empresas no bancarias con poder en tal mercado, como Sears (Fuente: “American Credit Cards: The Non-Banks Muscle In”, *The Economist*, 25/5/1991, vol. 319: 96-105).

fondos más baratos⁷³. Por ello, frecuentemente pueden ofrecer un tipo de interés más reducido en sus préstamos, e incluso conceder créditos a 90 días sin intereses mediante sus tarjetas de compra. Al estar mucho menos reguladas, precisan comprometer menos recursos propios en dicha financiación, por lo que su coste del capital propio suele ser menor que el de las entidades bancarias.

La regulación de la solvencia de las entidades financieras en la UE y en los mercados internacionales está sometida al Acuerdo de Basilea de julio de 1988 sobre convergencia en la definición y exigencias de recursos propios. El contenido de las normas de la UE de solvencia (Directiva 89/299 sobre recursos propios, desarrollada por la Directiva 91/633 y posteriormente modificada por la Directiva 92/16, y Directiva 89/647 sobre el coeficiente de solvencia) sigue la misma filosofía del Acuerdo del Banco Internacional de Pagos de Basilea, debido a que varios países miembros firmaron dicho Acuerdo y el resto de países de la UE se adhirieron más adelante⁷⁴. La normativa española de recursos propios de las entidades financieras se modificó en 1992-93 para seguir los criterios del Acuerdo de Basilea y de las directivas de la UE al respecto. Estas modificaciones se han plasmado en la Ley 13/1992 y la Circular del Banco de España 5/1993 (Rodríguez *et al.*, 1993: 107-204; Carbó, 1994).

Las empresas de distribución comercial no están sometidas a ningún tipo de coeficiente de caja ni de reservas mínimas de otro tipo, y pueden captar recursos financieros directamente en el mercado, lo cual les coloca en ventaja frente a sus “competidores financieros”⁷⁵. Si bien, algunas empresas comerciales

⁷³ Los bancos de EE.UU. han reaccionado ante estos nuevos competidores en el mercado de tarjetas de crédito, añadiendo incentivos a sus propias tarjetas (*Fuente*: “Credit Card: Plastic Profits Go Pop”, *The Economist*, 12/9/1992: 148-92).

⁷⁴ No obstante, existen algunas diferencias técnicas y de aplicabilidad. Véase el análisis de las diferencias entre las normas del Banco Internacional de Pagos (BIS) de Basilea y de la UE que realiza Price Waterhouse (1991): *Bank Capital Adequacy and Capital Convergence*, Londres.

⁷⁵ Las regulaciones del capital de los bancos constituyen una desventaja competitiva frente a las empresas no bancarias que proporcionan fondos, y generan distorsiones en el sistema financiero internacional (*Fuente*: “Nothing to Lose But Their Chains”, *Euromoney*, sept. 1992: 58-60). Por lo que, algunos autores opinan que las empresas comerciales o cualquier otra compañía *holding* que, siendo tomadora de depósitos o participante en el negocio de sistemas de pagos, no esté regulada, deberían ser excluidas de ambas áreas (*Fuente*: “International Banking: Curing the Edifice Complex”, *The Economist*, 7/4/1990: 315: S58-S62).

desarrollan sus actividades financieras a través de filiales de financiación⁷⁶, que por su condición de entidades de crédito sí están sujetas a la regulación de solvencia de las entidades financieras⁷⁷.

Igualmente, la mayor amplitud y flexibilidad de horarios para prestar servicios financieros, disponible en las empresas comerciales, constituye otra ventaja competitiva frente a las entidades financieras, con horarios de apertura tradicionalmente limitados o restringidos a ciertas operaciones⁷⁸.

En el mercado de tarjetas de crédito funcionan las economías de escala, por lo que existe una clara tendencia hacia una mayor concentración de oferentes de tarjetas⁷⁹. Además, los titulares de tarjetas son también fuertes consumidores potenciales de otros productos financieros -como los seguros y fondos de inversión y de pensiones-, que pueden ofrecer las grandes empresas de distribución comercial⁸⁰; éstas emplean frecuentemente unos métodos de venta tan

⁷⁶ En España, el beneficio neto de las entidades de financiación alcanzó los 4,9 billones de pesetas en 1994, frente a los 17 millones de 1993; siendo sus activos totales de 1.142 billones en 1993 y de 1.143 billones en 1994 (*Fuente*: Banco de España, *Boletín Estadístico*, junio 1995).

⁷⁷ El coeficiente de garantía o solvencia de las entidades de financiación debe ser el mismo que el de las entidades de depósito, como mínimo el 8 por ciento (*Fuente*: Ley 13/1992, de Recursos Propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras; BOE de 2 de junio).

⁷⁸ Sin embargo, en los últimos años, varias tendencias han motivado la realización de actividades bancarias en los fines de semana; entre ellas destacan el crecimiento de la actividad bancaria en los supermercados, hipermercados y centros comerciales; así como los cajeros automáticos. Debe considerarse que el servicio bancario en fines de semana no es universalmente aceptado; y que algunos mercados no se adaptan bien a esta idea (*Fuente*: "Weekend in the Bank", *ABA Banking Journal*, abril 1990: 82: 43-44).

⁷⁹ En los EE.UU., en 1987, las propietarias de las diez principales tarjetas de crédito (la primera era la de Sears) tenían una cuota de mercado del 37 por ciento. Al final de 1989 cubrían cerca del 55 por ciento del mercado (*Fuente*: "Playing for High Stakes: American's Cards War", *The Economist*, 16/6/1990: 315: 88-93).

⁸⁰ Por ello, las grandes empresas de distribución comercial, Marks and Spencer, Seibu, Mauri, Benetton y Sears Roebuck, entre otras, están pasando de ser clientes de las entidades financieras a ser sus competidores. Seibu, empresa japonesa, tiene tarjetas de crédito, concede préstamos, ofrece servicios de intermediación en el mercado de valores, seguros y fondos de pensiones. Esta empresa también se está introduciendo en el negocio de los medios de pago; ya tiene cinco cajeros automáticos propios y sus clientes tienen acceso a otros 1.100 dispensadores de dinero efectivo propiedad de otras empresas no financieras (*Fuente*: "Enter the Outsiders", *The Economist*, 25/3/1989: 310 : S24-S33).

modernos como los de los bancos, basados en el uso de tecnología avanzada de los sistemas de información y de telecomunicaciones⁸¹. Incluso, en algunos países se introducen en el negocio de los medios de pago, creando cajeros automáticos propios⁸².

Las empresas comerciales que disponen de filiales financieras pueden desarrollar a través de éstas diversas operaciones de activo: conceder préstamos al consumo, créditos hipotecarios y financiación de transacciones comerciales, *factoring*, arrendamiento financiero, emisión y gestión de tarjetas de crédito, concesión de avales y garantías, además de otras actividades accesorias que sean necesarias para “un mejor desempeño de su actividad”. También podrán titularizar sus activos (Reglamento que desarrolla la Ley 3/1994)⁸³.

⁸¹ Los sistemas de información de la empresa Seibu constan de una base de datos, que comprueba dirección y números de teléfono de todo Japón, y disponen de un sistema experto de selección de créditos, con el que se consigue que cerca del 20 por ciento de sus tarjetas de crédito sean concedidas inmediatamente (*Fuente: “Enter the Outsiders”, The Economist, 25/3/1989: 310 : S24-S33*). Es, en definitiva, un ejemplo de aplicación de los sistemas “*credit scoring*” de selección de créditos (o titulares de tarjetas), que tan frecuentemente utilizan las grandes empresas de distribución comercial.

⁸² El negocio de tarjetas de crédito de la empresa japonesa de distribución comercial Seibu ha crecido en media, durante el período 1987-89, un 16 por ciento, su negocio de préstamos un 28 por ciento anual y está introduciéndose además en el negocio de los cajeros automáticos, desarrollando unos cajeros automáticos que cambian los cheques bancarios por dinero efectivo (*Fuente: “International Banking: All in It Together”, The Economist, 7/4/1990: 315: S34-S40*).

⁸³ Este tipo de entidades, al igual que el resto de entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOL) tendrán que decidir antes del 1 de enero de 1997 si se transforman en establecimientos financieros de crédito (EFC) o en bancos, según establece la Disposición adicional primera de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. Los nuevos planteamientos y estrategias que estas entidades especializadas están adoptando tras la publicación de la citada Ley, la fuerte competencia existente en los mercados financieros, las pérdidas acumuladas o la baja rentabilidad obtenida por algunas sociedades en los últimos años y los mayores niveles de capitalización exigidos, tras la progresiva homogeneización de su regulación con la del resto de las entidades de crédito, han supuesto un fuerte proceso de concentración de las ECAOL, iniciado en la década de los noventa, con la desaparición de 65 entidades durante el año 1994 (de 257 el 31 de diciembre de 1993 a 192 en el año siguiente). Concretamente las entidades de financiación han pasado de 117 a 84 durante el año 1994 (*Fuente: Banco de España, Boletín Económico, junio 1995*).

Cuantificación de la financiación del consumo privado por las empresas españolas de distribución comercial:

Las empresas de distribución comercial financian el consumo privado, bien directamente mediante aplazamientos de sus cobros, o bien a través de los créditos implícitos de las ventas otorgados a través de sus propias tarjetas. Desgraciadamente las empresas de distribución comercial no facilitan información sobre la cuantía del volumen total de este tipo de créditos al consumo privado, lo cual dificulta la oportuna cuantificación de la relevancia de las empresas de distribución comercial en el sistema financiero, y por tanto, del volumen de negocio crediticio que están desintermediando.

En este epígrafe se proponen diversas aproximaciones complementarias a la cuantificación de la importancia relativa de los créditos otorgados por las grandes empresas españolas de distribución comercial para financiar el consumo privado, para determinar hasta qué punto estas empresas ejercen una cierta función propia de los intermediarios financieros, generando sustitutos del crédito bancario al consumo y apropiándose de los márgenes bancarios. Teniendo en cuenta además, que el consumidor tiene incentivos para sustituir la financiación bancaria por la de estas empresas, más ágil y cómoda para él, pero cuyo coste tiende a ser más opaco, dado que, en muchos casos, el comprador desconoce el coste financiero efectivo de tales facilidades crediticias.

Una primera aproximación a la magnitud de este fenómeno, a través de los datos ofrecidos por la Contabilidad Nacional, pone de manifiesto su importancia relativa. Así, en España, en 1993, un 17,2 por ciento del montante total de los activos financieros de las empresas no financieras eran créditos comerciales, concedidos por tanto, a otras empresas y/o familias. De estos créditos a empresas y familias, el 2,65 por ciento fueron créditos otorgados por las empresas españolas de distribución comercial, principalmente a personas físicas, para financiar su consumo⁸⁴; y el 1,97 por ciento fueron otorgados por las cincuenta mayores empresas españolas de dicho sector.

⁸⁴ El valor de la financiación al consumo concedida por las empresas de distribución comercial a las familias se refleja en el saldo total de las cuentas "clientes" y "clientes, efectos

Para poder determinar la relevancia de este tipo de actividades en el proceso actual de desintermediación financiera, conviene relacionar el crédito otorgado por las grandes empresas de distribución comercial con el total del crédito interno al consumo privado. Los porcentajes de este tipo de crédito al consumo concedido por las empresas de distribución comercial sobre el total del crédito interno otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios a empresas y familias (cuadro 3.3.), no son representativos de su importancia como sustituto del crédito bancario; dado que prácticamente la totalidad de los créditos que conceden estas empresas son de cuantías muy reducidas, por tratarse de créditos para el consumo privado, y no para financiación de viviendas de personas físicas (crédito inmobiliario), ni para financiación de actividades productivas empresariales (créditos a empresas); conceptos, ambos, incluidos en la partida de “crédito interno otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios a empresas y familias”⁸⁵. Por tanto, debido a la imposibilidad de separar, en esta fuente estadística, los componentes del crédito a empresas y de cualquier otro tipo de crédito a personas físicas que no tenga por finalidad el “consumo”, los resultados referidos no son indicativos del peso de la actividad financiera de financiación al consumo, desarrollada por las grandes empresas de distribución comercial.

El crédito concedido por las empresas de distribución comercial a las familias representó en 1993 un 12,84 por ciento del crédito concedido por el sistema bancario a las personas físicas para la adquisición de bienes de consumo duradero⁸⁶ y el 8,57 por ciento si se incluyen los créditos concedidos para la adquisición de otros bienes y servicios corrientes⁸⁷ (cuadro 3.3.). Tan solo

comerciales a cobrar” de estas empresas, que recoge los créditos comerciales a cobrar de sus clientes, fundamentalmente familias.

⁸⁵ En el detalle por instituciones de esta partida se especifica que la misma contiene los créditos a empresas y familias, otorgados por los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, el ICO, el Banco de España, los mercados monetarios y las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOL) (*Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico, 1995*).

⁸⁶ Corresponde a una de las partidas de “Otras financiaciones a personas físicas”, dentro del epígrafe 6.32. “Crédito a otros sectores residentes por finalidades” del balance de las entidades de depósito (*Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico. Suplemento trimestral*).

cincuenta empresas de dicho sector (las de mayor volumen de ventas) concedieron, en el año 1993, un 9,54 por ciento del total de créditos otorgados por las entidades de depósito a las familias para su consumo -aproximadamente 0,2 puntos más que en el año 1992, lo que muestra una evolución positiva del mismo, considerando además la atonía del consumo privado en dicho período⁸⁸.

	AÑOS	Crédito comercial otorgado a las familias (clientes) Millones ptas.	% Crédito otorg. s/ crédito interno otorgado por sist. crediticio y mds. monetarios a emp. y famil. (*)	% Crédito otorg. s/ crédito a famil. para el consumo de bienes durad., concedido por las ent. depósito (*)	% Crédito otorg. s/ crédito a famil. para el cons. de bienes durad. y adq. de otros b. y serv. corrientes, concedido por las ent. depósito (**)
Total empresas distrib.comercial	1992	197.967,597	0,4079	13,91	10,29
	1993	179.363,603	0,3623	12,84	8,57
50 primeras emp. distribución comercial	1992	132.418,920	0,2728	9,30	6,89
	1993	133.194,648	0,2690	9,54	6,36

(*) Saldo fin de año (datos desestacionalizados).

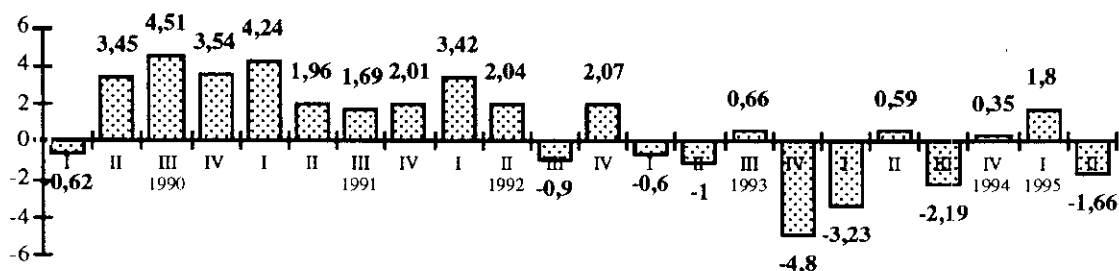
(**) Datos del último cuatrimestre (datos desestacionalizados).

Cuadro 3.3.: Crédito concedido por las empresas de distribución comercial a las familias.

Fuentes: Banco de España, Boletín Económico y Boletín Estadístico; Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

⁸⁷ Corresponde a la suma de dos partidas de "Otras financiación a personas físicas": Adquisición de bienes de consumo duradero + Adquisición de otros bienes y servicios corrientes (*Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico. Suplemento trimestral*).

⁸⁸ Evolución anual del consumo de las familias:



Fuente: Encuesta de Presupuestos Familiares, INE, 1995.

Se llega a similares conclusiones en relación con la mayor presencia de las grandes empresas de distribución comercial en el mercado del crédito al consumo privado, a través de un análisis desagregado por instituciones de depósito; mediante la proporción de crédito otorgado por las grandes empresas españolas de distribución comercial sobre el total del crédito comercial otorgado por los bancos y cajas de ahorros españolas, que es mayor en estas últimas ⁸⁹ (cuadro 3.4). Sin embargo, los bancos, debido a su pérdida de cuota de mercado en inversión crediticia durante los últimos años, sufren en mayor medida los efectos del fenómeno de desintermediación financiera protagonizado por las grandes empresas españolas de distribución comercial.

	AÑOS	Crédito comercial (clientes) Millones ptas.	% Crédito otorg. s/ crédito comercial de bancos	% Crédito otorg. s/ crédito comercial de cajas de ahorros
Total empresas distrib.comercial	1992	197.967,597	4,86048605	22,8705634
	1993	179.363,603	4,84910657	22,0863937
50 primeras emp. distribución comercial	1992	132.418,920	3,2511397	15,2979344
	1993	133.194,648	Variación: +10,76 3,6009259	Variación: +7,21 16,4012619

(*) Saldos fin de año.

Cuadro 3.4.: Crédito concedido por las empresas de distribución comercial a las familias, en relación a los créditos concedidos por los bancos y cajas de ahorros al consumo privado.

Fuentes: Banco de España, Boletín Estadístico. Suplemento trimestral; Anuario Financiero de la Distribución, 1995 y elaboración propia.

El gráfico 3.3 muestra la evolución desfavorable de los créditos otorgados por los bancos españoles y la tendencia creciente de los créditos comerciales concedidos por las cajas de ahorros españolas.

⁸⁹ No se encuentra disponible la información sobre el crédito de bancos y cajas a las familias para financiar su consumo privado. Por ello, se utilizan como dato de referencia los créditos comerciales otorgados por bancos y cajas, que proporciona el Boletín Estadístico del Banco de España.

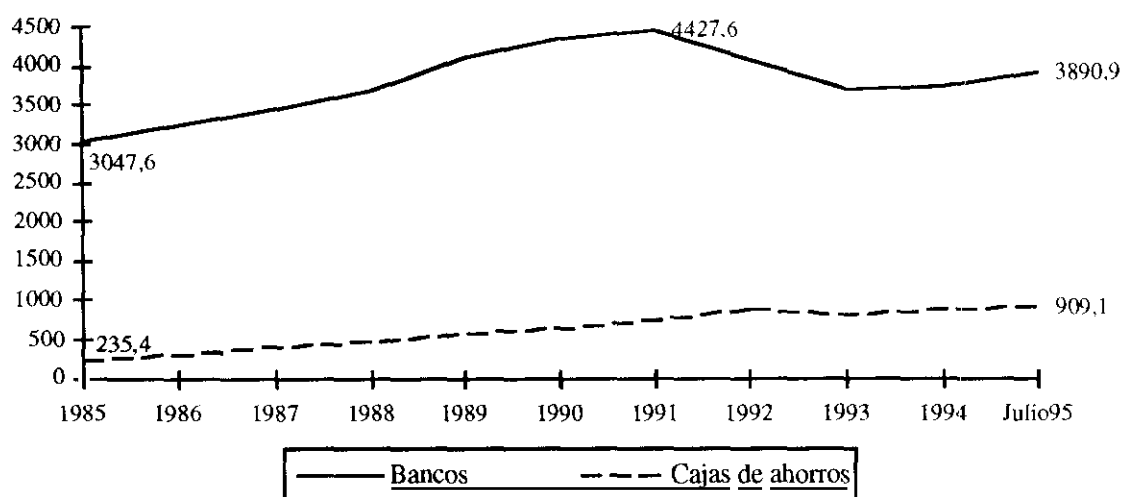


Gráfico 3.3.: Crédito comercial concedido por bancos y cajas de ahorros.

Fuentes: Banco de España, *Boletín Estadístico. Suplemento trimestral* y elaboración propia.

Es posible cuantificar la parte de negocio de financiación al consumo con tarjetas que las grandes empresas de distribución comercial están desintermediando, a través de un estudio comparado de la evolución de las tarjetas y de las operaciones realizadas con ellas. Principalmente, se constata una mayor utilización de las tarjetas como medio de pago y de financiación en España, y una mayor participación de las empresas de distribución comercial en el segmento del mercado de financiación del consumo privado a través de tarjetas, pudiéndose establecer las siguientes conclusiones:

a) La tasa de crecimiento del número de tarjetas de crédito en España es cada vez menor, debido principalmente a la disminución que experimentan las tarjetas del sistema 4B (Visa 4B y Mastercard) (gráfico 3.4). Sin embargo, el volumen de ventas mediante tarjetas de crédito sigue un crecimiento más pronunciado (gráfico 3.5), de lo que se deduce que el saldo medio de ventas con tarjeta (o uso de tarjeta) se incrementa.

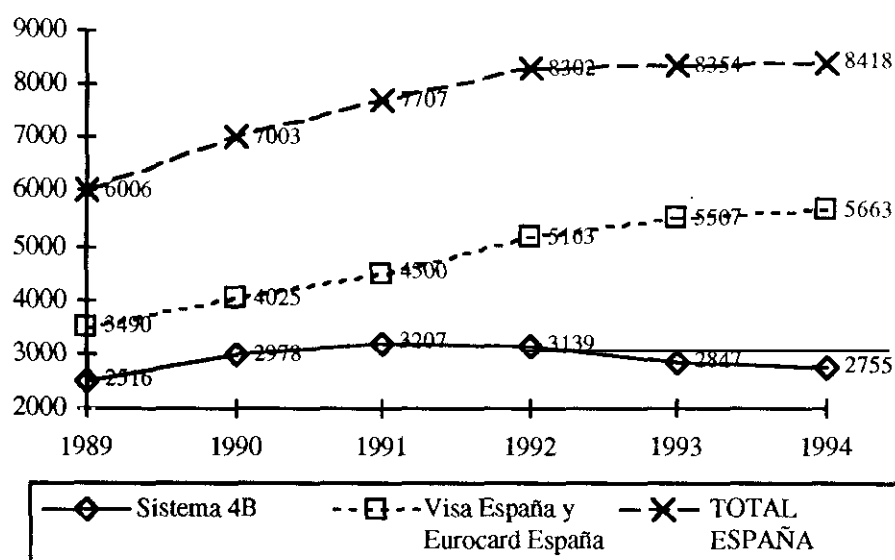


Gráfico 3.4.: Número de titulares de tarjetas de crédito en España (miles).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

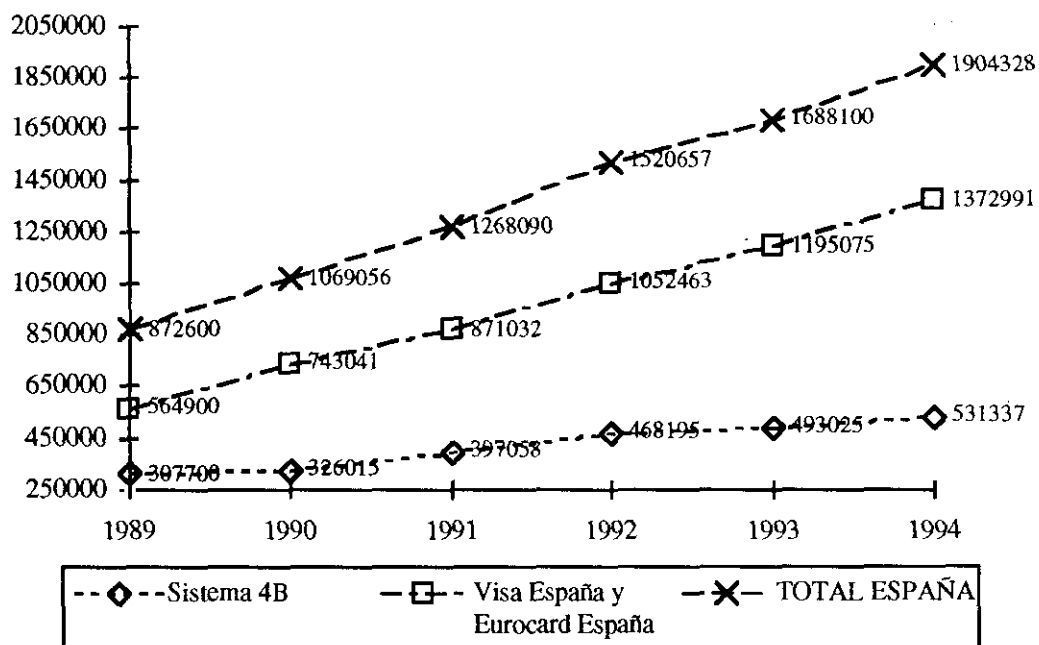


Gráfico 3.5.: Volumen de ventas con tarjetas de crédito en España (millones de ptas.).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

El volumen de ventas con tarjetas de crédito se puede desglosar en dos partidas: 1) importe total de anticipos de efectivo y 2) importe del total de compras realizadas con tarjetas (la de mayor cuantía). Nos interesa conocer cual es la evolución que ha seguido este último concepto. Como se aprecia en el gráfico 3.6. las compras a crédito con este tipo de tarjetas han ido aumentando, hasta alcanzar en el año 1994 un saldo de 1.107.910 millones de pesetas⁹⁰.

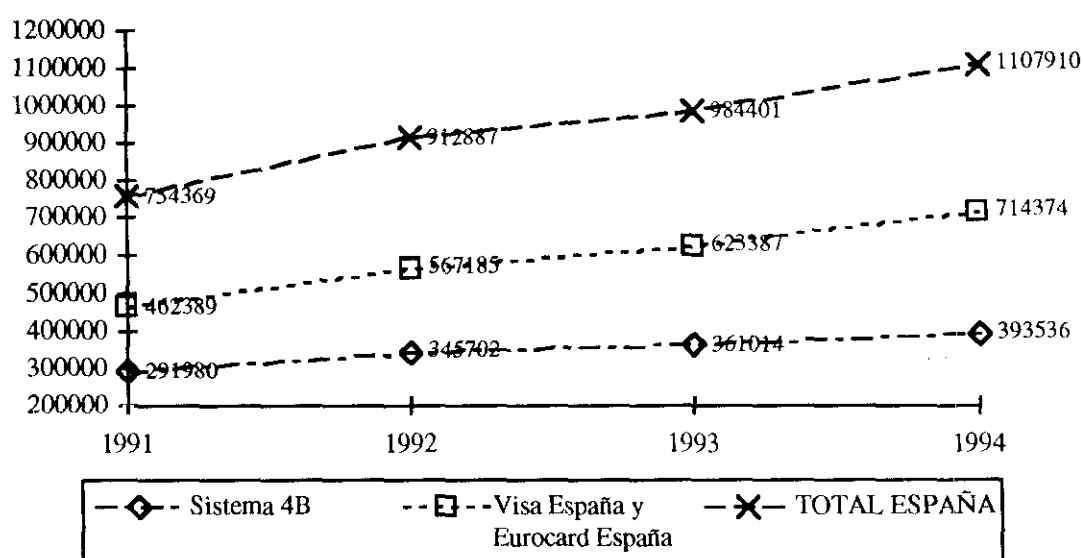


Gráfico 3.6 : Importe de compras con tarjetas de crédito en España (millones de ptas.).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

b) La evolución del número de tarjetas de débito emitidas en España ha sido desfavorable en los últimos años. El incremento del 24,53 por ciento en el año 1990 fue descendiendo hasta convertirse en una disminución de -4,12 por ciento

⁹⁰ La evolución del número de compras con tarjetas de crédito ha sido más favorable. Por ello el importe medio de las compras con tarjetas ha ido disminuyendo (de 10.477 ptas. en 1991, 9.429 ptas. en 1992 y 8.993 ptas. en 1993, hasta 8.730 ptas. en 1994).

en 1994, principalmente por la caída de la tarjeta 6000 (en 1991 creció un 16,32 por ciento; en el 1992 un 10,92 por ciento y en 1993 un 1,53 por ciento) (gráfico 3.7). Sin embargo, el volumen de ventas mediante los distintos tipos de tarjetas de débito ha seguido una tendencia creciente durante el período analizado (gráfico 3.8), de lo que se deduce que el uso efectivo de estas tarjetas es cada vez mayor.

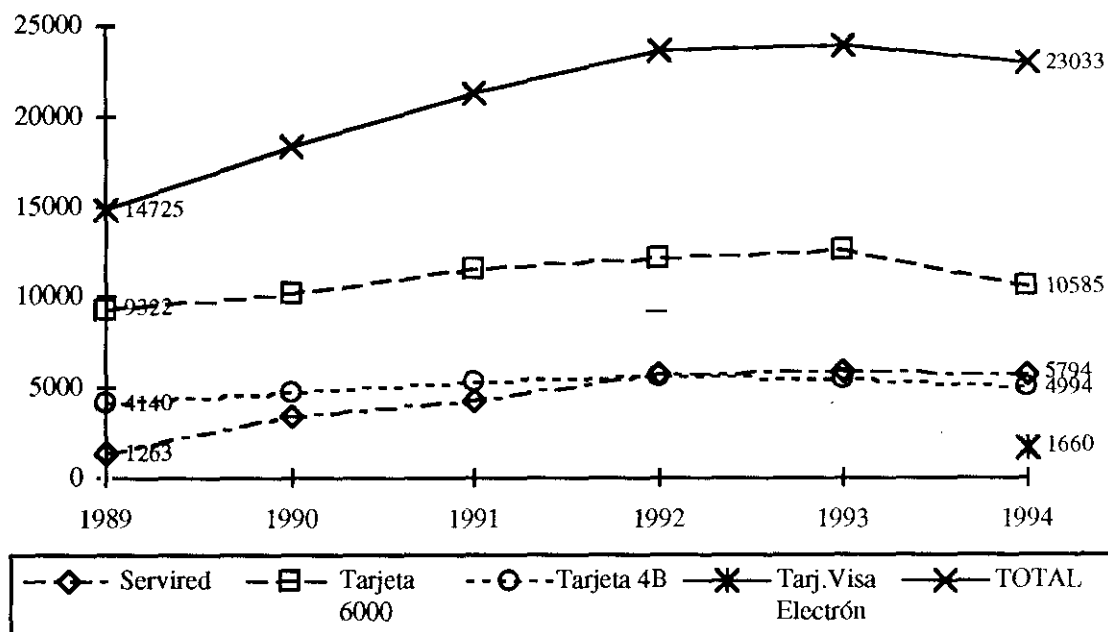


Gráfico 3.7 : Número de titulares de tarjetas de débito en España (miles).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

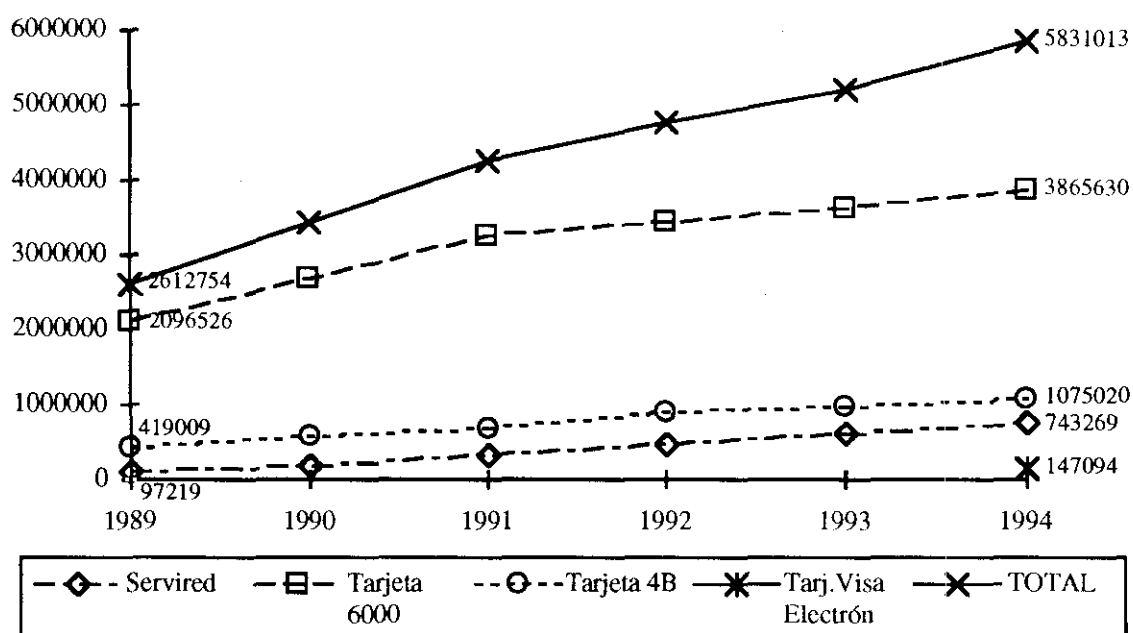


Gráfico 3.8 : Volumen de ventas con tarjetas de débito en España (millones de ptas.).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

En el análisis del volumen de ventas mediante tarjetas de débito también conviene diferenciar cuál es el importe de las compras y de los anticipos con este tipo de tarjetas. En el gráfico 3.9 se aprecia una disminución del volumen de compras con tarjetas de la Red 6000 durante el año 1994 y un ligero aumento de las compras con las tarjetas 4B y Servired.

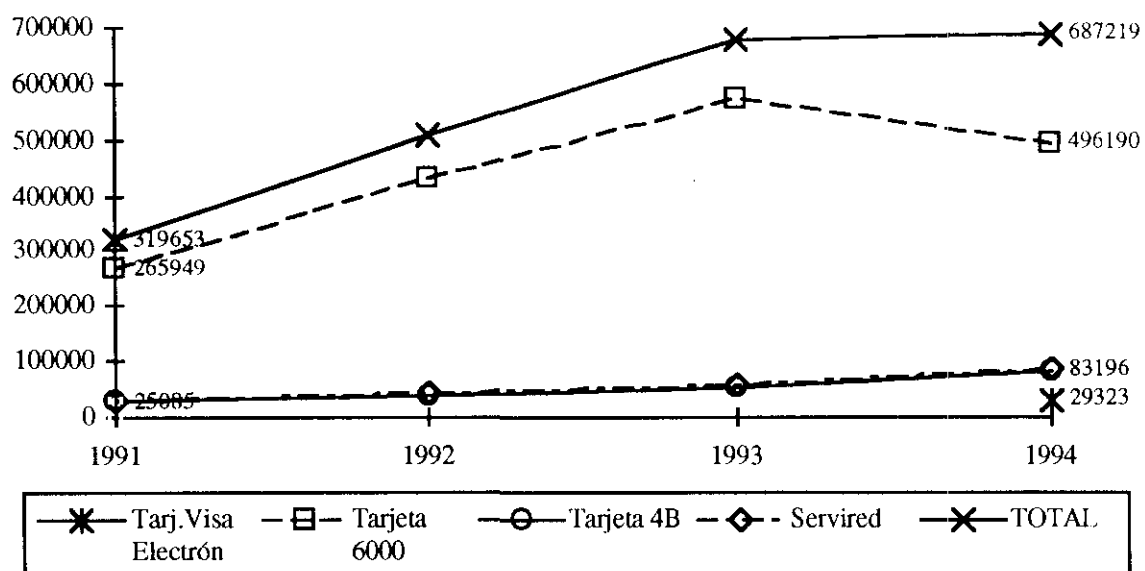


Gráfico 3.9 : Importe de compras con tarjetas de débito en España (millones de ptas.).

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

c) Cuando se analiza la evolución trimestral del número e importe total de ventas en comercios con tarjeta en los últimos años (gráficos 3.10 y 3.11), se aprecia la misma tendencia creciente, con excepción de los primeros trimestres de cada año, en los que la caída de las ventas con tarjeta -principalmente del importe total- puede justificarse por la reducción de las ventas totales en los comercios, fundamentalmente durante el mes de febrero (Indices generales del comercio al por menor, *Cifras INE*).

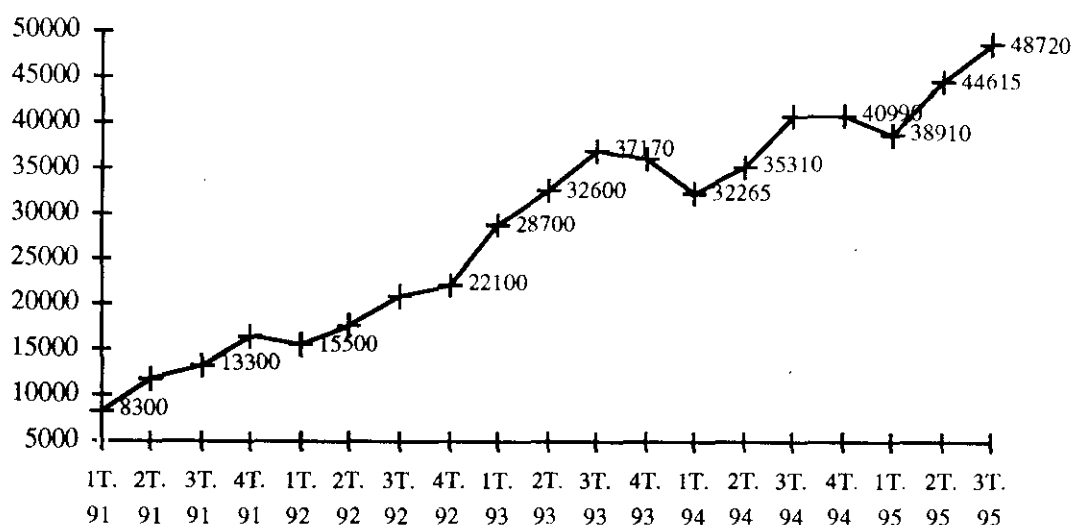


Gráfico 3.10 : Número total de ventas en comercios con tarjeta en España (miles)

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

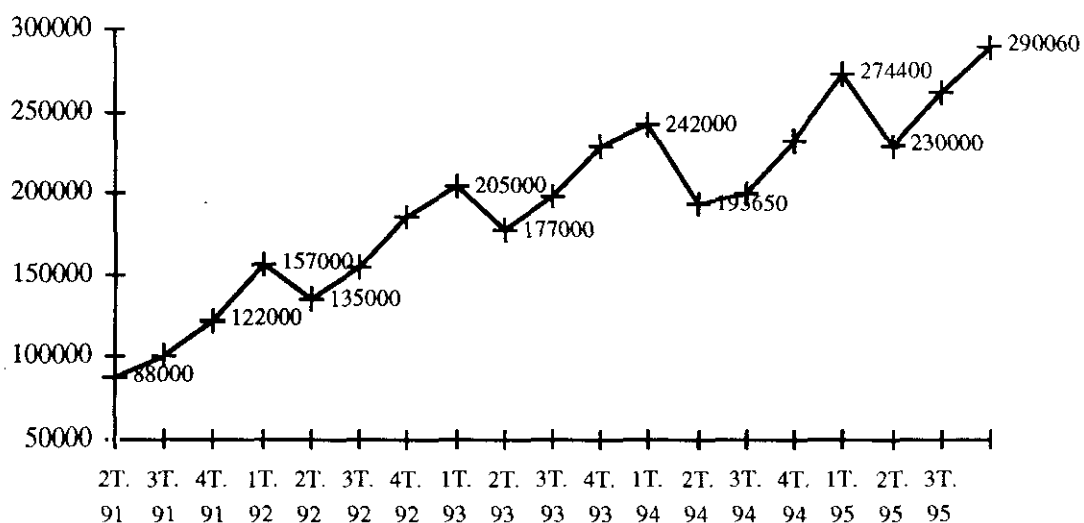


Gráfico 3.11 : Importe total de ventas en comercios con tarjeta en España (millones pts)

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

d) Igualmente, esta mayor utilización del “dinero de plástico” como medio de pago se hace evidente al analizar la evolución creciente del número de cajeros automáticos en España (gráfico 3.12).

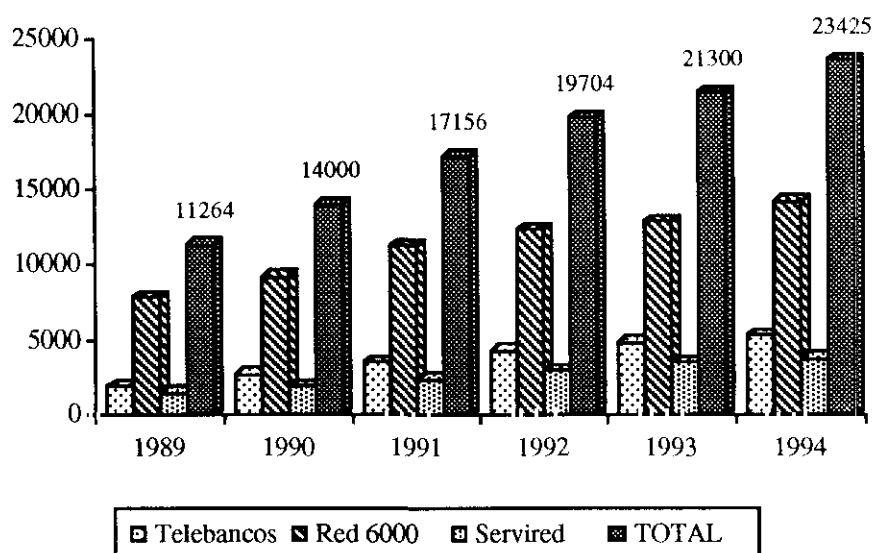


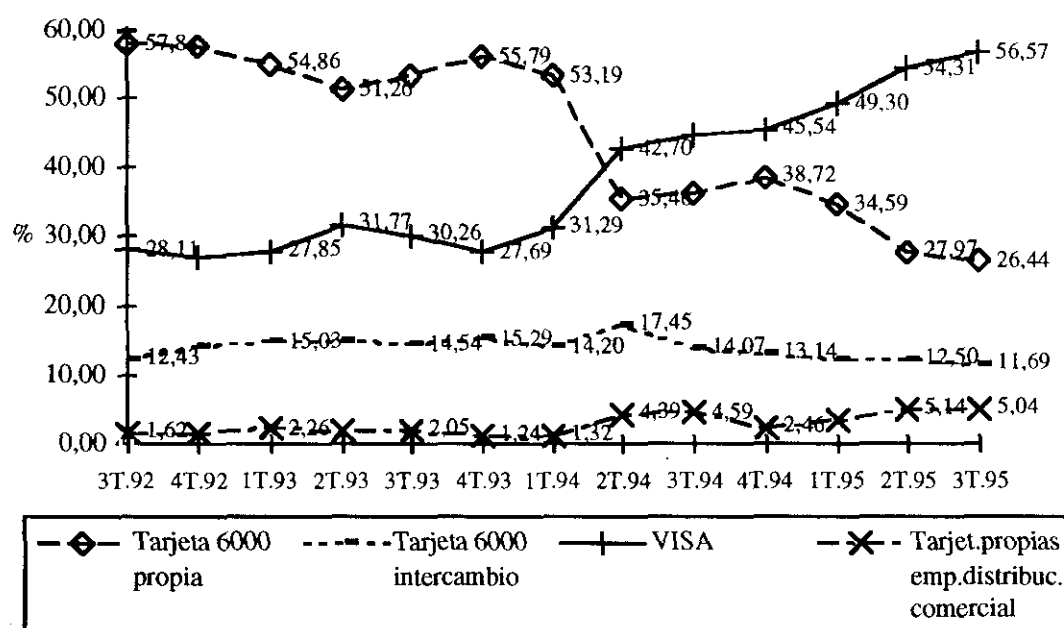
Gráfico 3.12 : Evolución del número de cajeros automáticos en España.

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

e) Las grandes empresas españolas de distribución comercial están adquiriendo, de forma paulatina, una mayor relevancia en el sistema financiero español. Constituyen una forma de desintermediación, dado que incrementan su "cuota" en el mercado de financiación al consumo privado (mercado crediticio a familias), principalmente a través del incremento de las ventas con tarjetas propias de este tipo de empresas o directamente mediante concesión de aplazamientos en los cobros a sus clientes.

El gráfico 3.13 muestra el porcentaje del volumen de ventas en empresas de distribución comercial con las distintas tarjetas. Se aprecia una tendencia creciente del porcentaje de ventas en empresas de distribución comercial con tarjetas emitidas por estas empresas, principalmente a partir del segundo trimestre de 1994. Coincide precisamente con la abrupta caída del porcentaje de ventas en comercios

con la tarjeta 6000 y el auge simultáneo que se produce en las ventas en comercios con la tarjeta VISA, motivadas ambas tendencias por el abandono de Caja Madrid, La Caixa y Caja de Cataluña de la Red 6000 de la CECA y su afiliación al sistema VISA⁹¹. Por tanto, se podría concluir que las empresas españolas de distribución comercial, fundamentalmente las grandes por ser las que habitualmente poseen tarjeta de compra propia, van incrementando su participación en el segmento del mercado crediticio a través de tarjetas concedidas a las familias. Estas percepciones se aprecian de una forma más acusada cuando se analiza el porcentaje del número de ventas en empresas de distribución comercial con los distintos tipos de tarjetas (gráfico 3.14).



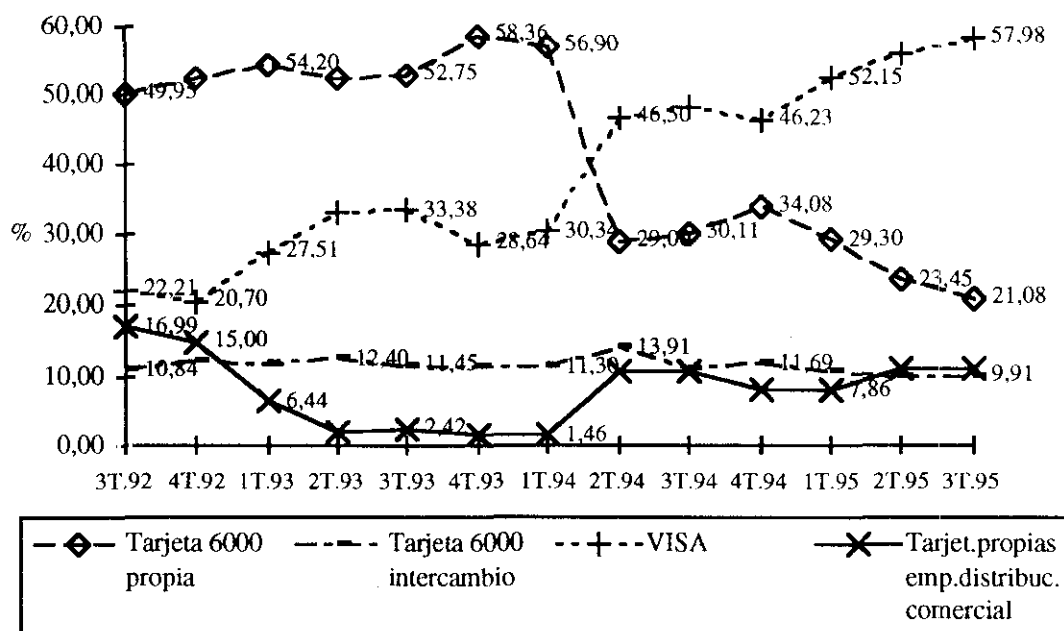
(*) Tarjeta 6000 propia: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores propios.

(*) Tarjeta 6000 intercambio: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores ajenos.

Gráfico 3.13 : Porcentaje del volumen de ventas en comercios con las distintas tarjetas

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

⁹¹ Uno de los motivos de este cambio de sistema fue precisamente el de facilitar el acceso de los clientes de Visa a los comercios y cajeros, tanto a nivel nacional como internacional, dada su mayor implantación (*Fuente: Expansión*, noviembre 1995).



(*) Tarjeta 6000 propia: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores propios.

(*) Tarjeta 6000 intercambio: ventas con la tarjeta de la Red 6000 a través de dispensadores ajenos.

Gráfico 3.14: Porcentaje del número de ventas en comercios con las distintas tarjetas

Fuente: Sociedad Española de Medios de Pago, febrero 1995 y elaboración propia.

f) A pesar de la mayor relevancia de las grandes empresas españolas de distribución comercial en el mercado del crédito al consumo privado mediante tarjetas, las Cajas de ahorros españolas continúan incrementando su número de terminales en comercios (gráfico 3.15) y por ende, el número y volumen de ventas a través de tarjetas emitidas por dichas entidades en empresas de distribución comercial (gráfico 3.16)⁹². Debido, en parte, a que este tipo de actividad financiera de las grandes empresas de distribución se encuentra en su etapa inicial de desarrollo y en parte, a la fuerte apuesta tecnológica que las Cajas están llevando a

⁹² En un análisis en términos medios se llega igualmente a conclusiones similares. Durante el primer trimestre de 1992 y el tercer trimestre de 1993 el número de tarjetas medias del total de Cajas por TPV en Comercio ha pasado de 51 a 56 y; de 67 ventas por TPV en comercio se ha pasado a 180. Sin embargo, el importe medio por venta ha disminuido de 9.000 a 6.000 pesetas (Fuente: Informes anuales de gestión de las Cajas de ahorros).

cabo para adaptarse a los cambios en los hábitos de sus clientes⁹³ y conseguir mayores cuotas en el mercado del crédito al consumo en establecimientos comerciales mediante tarjetas⁹⁴ y en el mercado de los medios de pago, así como una mayor eficiencia⁹⁵.

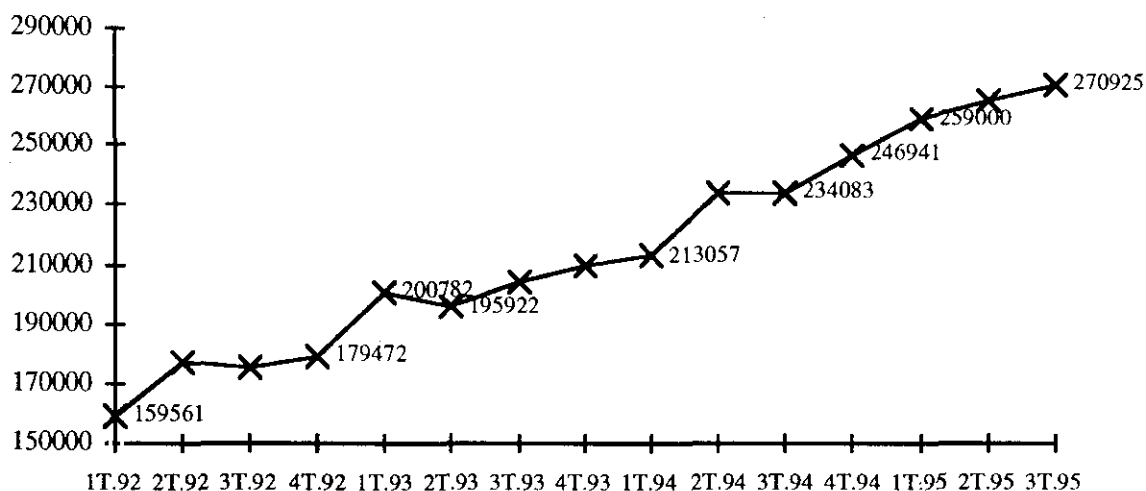


Gráfico 3.15 : Número de TPV en comercios. Red 6000 (Total Cajas de ahorros).

Fuente: Informes anuales de gestión de las Cajas de ahorros y elaboración propia.

⁹³ Destacan iniciativas como la puesta en marcha de la tarjeta monedero a partir de 1996.

⁹⁴ En este sentido, las cajas de ahorros han propuesto a Servired y 4B unificar las tecnologías de los distintos medios de pagos y de los terminales de las tarjetas tanto de débito como de crédito en cajeros automáticos y terminales punto de venta (TPV) (Fuente: Cinco Días, 18/12/1995).

⁹⁵ Maudos y Pastor (1995) demostraron empíricamente una correlación positiva entre la intensidad en el uso de los cajeros automáticos (ATM) y los costes medios de producción, para las cajas de ahorros durante el período 1988-1992.

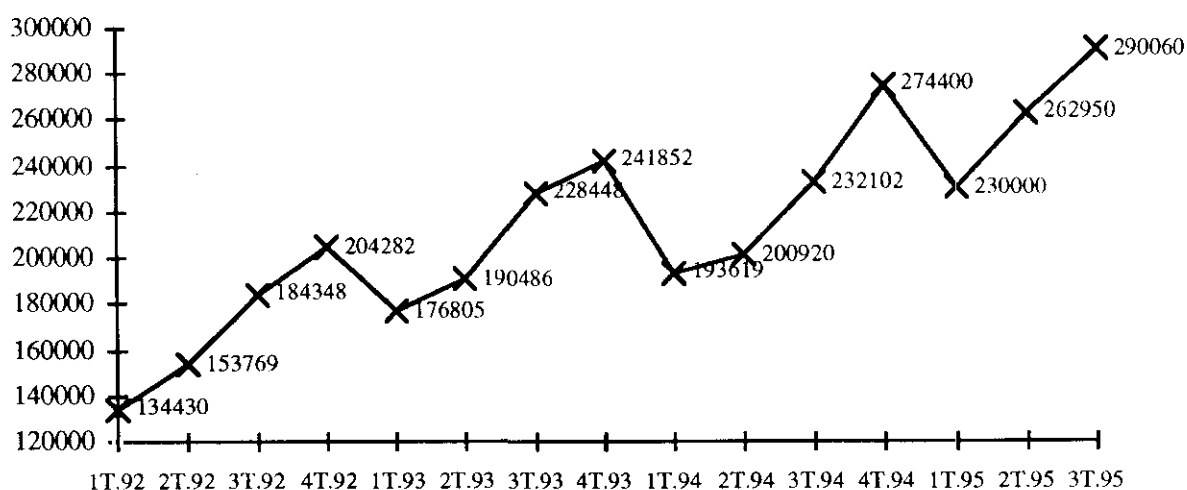


Gráfico 3.16 :Volumen ventas en comercios. Red 6000 (Total Cajas de ahorros)(mill.pts).

Fuente: Informes anuales de gestión de las Cajas de ahorros y elaboración propia.

La financiación del consumo mediante la concesión de plazos puede ser otorgada por empresas financieras al vendedor o al comprador o directamente por el vendedor⁹⁶. Por tanto, las empresas de distribución comercial mediante sus ventas a plazos conceden financiación a sus clientes para la adquisición de bienes de consumo duradero y otros bienes de inversión, cuya evolución ha sido más favorable que la de las entidades de financiación, a pesar de la atonía del consumo privado durante los últimos años (cuadro 3.5). Este es un "mercado crediticio" de gran interés para ambos tipos de empresas, que compiten para aumentar sus cuotas de mercado, y que ha seguido una evolución desfavorable en los últimos años, probablemente por la proliferación de las tarjetas de compras que facilitan créditos de una forma más rápida, cómoda y fácil -el gráfico 3.17 muestra la evolución de la financiación que el conjunto de estas empresas (financieras y de distribución) conceden a sus clientes para la adquisición de los distintos bienes, excluidos los vehículos-.

⁹⁶ En el año 1990, la financiación efectuada directamente por el vendedor para la adquisición de bienes de consumo duradero de 22,31 millones y para bienes de inversión de 74.887,08 millones (Fuente: Estadística de ventas a plazos 1990, INE, 1991).

	Junio 93	Junio 94	Junio 95
Financiadoras al comprador	43.236,5	41.395,2	37.568,6
Financiadoras al vendedor	11,6	0	0
Directamente por el vendedor	4.711,3	3.375,0	3.920,1

Cuadro 3.5. : Financiación para la adquisición de bienes por entidades (valor de contado, en millones de pesetas).

Fuente: Cifras INE. Estadísticas de ventas a plazos, INE, junio 1993, 1994 y 1995.

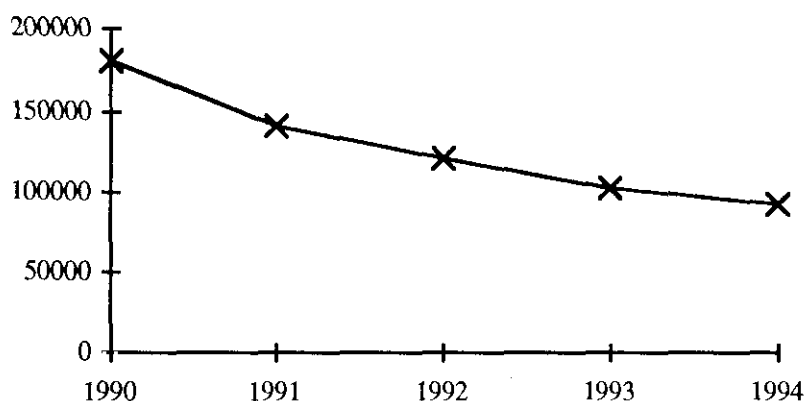


Gráfico 3.17: Ventas de bienes de inversión a plazos (valor de contado, en millones de pesetas).

Fuente: Boletín Mensual de Estadística, INE, octubre 1995.

En definitiva, considerando que las empresas de distribución comercial no se dedican como actividad principal a la financiación del consumo privado, existe una elevada proporción de recursos financieros que son manejados por estos agentes privados no financieros y que circulan por canales no organizados y con escasa transparencia informativa, en los que la segmentación y la información asimétrica constituyen una característica bastante generalizada. Por tanto, desintermedian un tipo de financiación (la del consumo privado o adquisiciones de bienes y servicios por familias) que, considerando que se destina a cubrir necesidades "elementales", suele tener una evolución más constante y favorable que otros segmentos del mercado del crédito. En este sentido, durante el año 1994

las demandas de información sobre crédito de entidades que financian el consumo de bienes (excluyendo automóviles)⁹⁷ siguieron una evolución más favorable que las demandas de información sobre crédito de otro tipo de entidades (bancos, cajas, entidades que financian automóviles y entidades de "leasing") (cuadro 3.6).

	ene-95	feb-95	mar-95	abr-95	may-95	jun-95	jul-95	ago-95	sep-95
Demandas de información sobre crédito de Bancos y Cajas	36,5	1,19	-5,85	-2,07	4,8	-4,19	-2,12	-0,38	-0,64
Demandas de información sobre crédito de entidades que financian consumo	23,08	28,09	2,81	15,57	31,13	11,01	11,72	2,02	13,4
Demandas de información sobre crédito de entidades que financian automoción	-3,42	0,67	-6,78	-7,77	-9,78	-0,3	-6,26	-10,97	-13,32
Demandas de información sobre crédito de entidades de "leasing"	8,82	10,96	13,17	17,88	19,13	10,12	11,08	0	12,81

Cuadro 3.6.: Porcentaje de consultas de 1995 respecto 1994.

Fuente: Asnef Equifax, octubre 1995.

3.2.2.3. Captación de ahorro.

Por último, las grandes empresas de distribución comercial también realizan actividades bancarias de pasivo, es decir, de captación de ahorro que canalizan hacia la inversión.

Nos referimos a la captación de ahorro de familias mediante seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión⁹⁸, así como a través de sus cuentas de tesorería y depósitos de los empleados de algunas empresas de distribución comercial. Este ahorro lo canalizan hacia:

- inversiones productivas de la propia empresa o de otras empresas a través de la suscripción de activos financieros en los mercados monetarios⁹⁹,

⁹⁷ Entre este tipo de entidades se encuentran también algunas grandes empresas de distribución comercial.

⁹⁸ Éstos funcionan como verdaderas cuentas corrientes. Además, la actividad de intermediación financiera consiste en canalizar los recursos de los sectores con ahorro financiero, es decir, con capacidad de financiación, hacia los sectores con necesidad de financiación, "cualquiera que sea el instrumento utilizado para esta canalización" (Termes, 1995: 220).

- el consumo privado, mediante la concesión de créditos a las familias,
- la financiación del déficit de las Administraciones Públicas, mediante suscripción de deuda pública¹⁰⁰.

La captación de ahorro por parte de las empresas comerciales, en la medida en que constituye una introducción en la actividad de intermediación “propia” de las entidades financieras, supone competencia para las mismas¹⁰¹. Por otro lado, la colocación de sus excedentes de tesorería en los mercados, sin pasar por las entidades bancarias, supone una reducción de los recursos de que éstos disponen para su aplicación a la financiación (Bengoechea y Pizarro, 1994: 59-60).

3.2.3. Posibles actuaciones de las entidades de depósito de cara al futuro.

Las grandes empresas de distribución comercial constituyen competencia directa de los bancos y cajas de ahorros, principalmente en el ámbito de su actividad de intermediación financiera, tanto en sus operaciones de activo como de pasivo.

Aunque en la actualidad estos nuevos competidores “paraфинancieros” no son demasiado importantes en España¹⁰², constituyen un “peligro potencial” para

⁹⁹ En el apartado 2.3. sobre el alcance del negocio financiero de estas empresas se expusieron datos de las carteras de valores (Inversiones Financieras Temporales) de algunas grandes empresas del sector.

¹⁰⁰ Cuando se analizó su gestión de tesorería (apartado 2.2.) ya se comentó cómo suelen invertir sus excedentes de tesorería en títulos de elevada seguridad, como las emisiones del Estado.

¹⁰¹ En definitiva, gran parte del negocio tradicional de la banca, básicamente el originado por el proceso de intermediación bancaria no sólo se está debilitando a medida que las grandes empresas de distribución comercial y las compañías de financiación se hacen más activas en prestar a sus clientes, sino que, además, cada vez son menos usados por los ahorradores, que prefieren invertir en fondos de inversión o de pensiones (*Fuente: “Enter the Outsiders”, The Economist, 25/3/1989: 310 : S24-S33*). Las empresas no bancarias están haciendo más actividad bancaria y los bancos están haciendo menos. Los bancos no desaparecerán, pero su actividad tradicional bancaria descenderá, dado que los fondos de inversión y los prestamistas no bancarios pueden hacer separadamente lo que los bancos hacen bajo un mismo techo. Juntos pueden ser los bancos del futuro (*Fuente: “World Banking: The Future of Money”, The Economist, 2/5/1992: 323: S49-S50*).

los bancos y cajas de ahorros, sobre todo si se tienen en cuenta sus ventajas competitivas frente a las instituciones financieras, fundamentalmente con relación a la regulación; su rápido y continuo crecimiento dentro del sector de la distribución comercial y su enorme potencial de desarrollo en el sector financiero, en el que se han introducido recientemente.

¿Qué pueden hacer los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito para hacer frente a estos nuevos competidores y recuperar, de alguna manera, el negocio perdido? Volver a la situación de partida, en la que los bancos, cajas y cooperativas de crédito eran las únicas instituciones que realizaban la actividad de intermediación financiera constituye una utopía por razones obvias, teniendo presente el actual proceso “imparable” de desintermediación financiera.

Las entidades de depósito, para “recuperar” parte del negocio asumido por las grandes empresas de distribución comercial, deben aprovechar las ventajas que este hecho puede suponer.

En primer lugar, reconociendo el enorme potencial del sector de la distribución comercial en el segmento de crédito al consumo privado, y más concretamente en el mercado de tarjetas de crédito, es interesante para las entidades financieras establecer acuerdos de colaboración con las empresas distribuidoras para la emisión y gestión de sus tarjetas de crédito, e incluso para la concesión de este tipo de financiación a las familias. Dentro del “capítulo” crédito al consumo privado en la economía española, la “partida” de financiación a través de medios de pago a corto plazo para compras en grandes superficies es la que refleja una evolución más favorable en los últimos años, y posiblemente esta tendencia continuará de cara al futuro. La demanda de financiación al consumo privado puede cuantificarse de una forma aproximada a través del índice Asnef-Equifax, que registra las solicitudes de información relacionadas con demandas de crédito. Según esos datos, las demandas de información a entidades que financian medios de pago a corto plazo para compras en grandes empresas de distribución comercial aumentaron un 11,72 por ciento en julio de 1995, respecto el mismo mes del año

¹⁰² Esto no ocurre en otros países, como los EE.UU., en donde las empresas comerciales se introdujeron en la actividad financiera con anterioridad (recuérdese el caso Sears).

anterior. Sin embargo, las solicitudes de créditos en bancos y cajas de ahorros descendieron en junio de 1995 un 4,19 por ciento sobre igual período del año anterior y un 2,12 por ciento en julio de dicho año. Igualmente, las demandas de crédito para adquisición de vehículos bajaron en junio de 1995, un 0,39 por ciento sobre igual período de 1994 y un 6,28 por ciento durante el mes de julio.

Del mismo modo, mediante alianzas o acuerdos de cooperación, las entidades financieras pueden comercializar sus productos financieros a través de un nuevo canal de distribución: las empresas comerciales¹⁰³. Las dos partes se benefician de este tipo de acuerdos de cooperación. Las empresas de distribución comercial incrementan la oferta de productos y servicios a sus clientes, introduciendo los financieros; beneficiándose al tiempo de la experiencia y tradición que en la producción de dichos servicios financieros tienen las entidades de crédito, y sin correr el riesgo que supondría introducirse en dichas actividades ellas mismas.

Por su parte, las entidades financieras, considerando que los canales de distribución de productos financieros están cambiando debido principalmente a los avances en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones¹⁰⁴, y a la presión de la competencia que exige reducir costes de explotación para mejorar sus rentabilidades y conseguir su fin último de creación de valor, pueden beneficiarse de la utilización de esta nueva forma de comercialización de sus productos a través de los establecimientos comerciales, que además de ser más barata, en ocasiones es

¹⁰³ El Corte Inglés inició este tipo de acuerdos en mayo de 1995 con el Banco Santander, estableciendo "boutiques" financieras en sus propios establecimientos (*Fuente: Cinco Días*, 18/10/1995).

¹⁰⁴ Se tiende hacia la banca electrónica, debido principalmente a: 1) Los cajeros automáticos y los servicios financieros telefónicos proporcionados por muchos bancos; que han educado a los consumidores en esta nueva cultura de "banca electrónica", 2) la caída en el precio de los ordenadores personales, que motiva el que más clientes los tengan y puedan ahora conectarse con los bancos. 3) que cada vez haya más fusiones bancarias y quiebras, por lo que en un futuro habrá menos sucursales y más líneas telefónicas y redes de servicios *online* y 4) que el nuevo *software* y los servicios de ordenador hacen más barata y sencilla la banca electrónica (*Fuente: "Let Your Fingers Do the Banking", Forbes*, 19/8/1991: 148: 122-24). En muchas ocasiones, estas empresas financieras necesitan establecer alianzas o *joint ventures* con empresas informáticas, (Microsoft Corp. US West Inc., EDS Corp., Prodigy) para poder vender servicios directamente en casa (*Fuente: "Disintermediation reaches the living room", United States Banker*, Feb.1994: 104: 48-51).

más eficiente porque las empresas comerciales conocen mejor las necesidades de sus clientes¹⁰⁵. Además, de esta forma acceden a nuevas áreas de mercado de una forma rápida. Sin embargo, las entidades financieras deben utilizar un canal de distribución distinto para cada producto financiero, combinando los canales habituales y los nuevos¹⁰⁶.

¹⁰⁵ En EE.UU. los bancos ya han descubierto que abrir sucursales en hipermercados es una forma barata de expansión y un método eficiente de incrementar su cuota de mercado. En la primera etapa de esta tendencia, algunas instituciones financieras, incluyendo empresas de servicios de asesoría financiera e intermediación bursátil, implantaron sucursales en empresas de distribución comercial, como Sears, J. C. Penney y K Mart (*Fuente*: "Banking on the Supermarket Branch", *Bankers Magazine*, marzo/abril 1990: 173: 76-79).

¹⁰⁶ Las transacciones rutinarias pueden hacerse a través de los cajeros y por teléfono de una forma más eficiente; las tarjetas de crédito y de débito cada vez se usan más para realizar transferencias, e incluso para suscribir pólizas de seguro a través de máquinas dispensadoras de las mismas (*Fuente*: *Retail Banker International*, 29/8/1994: 14-15).

3.3. POLÍTICA MONETARIA Y OBJETIVO DE INFLACIÓN. INCIDENCIA DE LAS POLÍTICAS DE CRÉDITO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL.

3.3.1. Revisión de los objetivos e instrumentos de la política monetaria.

La actuación de las autoridades económicas españolas, a través de la política monetaria, se ha centrado tradicionalmente en controlar las variaciones en la cantidad y/o en el precio del dinero, y en consecuencia en las condiciones generales del crédito en la economía; con el fin de alcanzar ciertos objetivos finales de carácter macroeconómico -control de la inflación, reducción del desempleo, consecución de una tasa de crecimiento del PIB y de la renta real o mejora en el saldo de la balanza de pagos- (Cuervo *et al.* 1995 y Durán, 1992:109-111). Por tanto, desde 1978, en que se adopta un planteamiento de política monetaria activa y hasta etapas relativamente recientes, se ha seguido cierta estrategia mixta de control de tipos y cantidades de dinero (Escrivá y Malo, 1991)¹⁰⁷.

La instrumentación de la política monetaria se ha estructurado tradicionalmente en dos niveles (gráfico 3.18.) (Rojo y Pérez, 1977: 7-8; Fanjul *et al.*, 1977; Cuervo *et al.* 1995 y Durán, 1992:116-18; Ortega, 1993: 6):

En un primer nivel, las autoridades tratan de alcanzar determinados *objetivos finales económicos*, referentes a nivel de empleo, precios, producción o balanza de pagos, a través de la regulación de alguna variable monetaria calificada de *objetivo intermedio* de la política monetaria, como la cantidad de dinero (M1, M2, M3 ó M4 -véase cuadro 3.7.), o los tipos de interés a largo plazo.

En un segundo nivel, se regula la variable elegida como objetivo intermedio, a través de la manipulación de una *variable operativa o de control*; ya sea la base monetaria -gráfico 3.19.-, la liquidez bancaria, o los tipos de interés del mercado monetario. El control de la variable operativa, por último, se realiza por medio de

¹⁰⁷ Si bien, los tipos de interés constituyen una variable muy “visible”, por lo que en la práctica el Banco Central ha tenido menos libertad para alterarlo (Ortega, 1993: 6).

diversos *instrumentos* de política monetaria, tales como el coeficiente de caja, las intervenciones directas y el redescuento, y las operaciones de mercado abierto.

Por tanto, los objetivos monetarios se han venido definiendo en España desde los años ochenta en términos de tasas de variación de algún agregado monetario, como ha sido el caso paradigmático de los “activos líquidos en manos del público” (ALP).

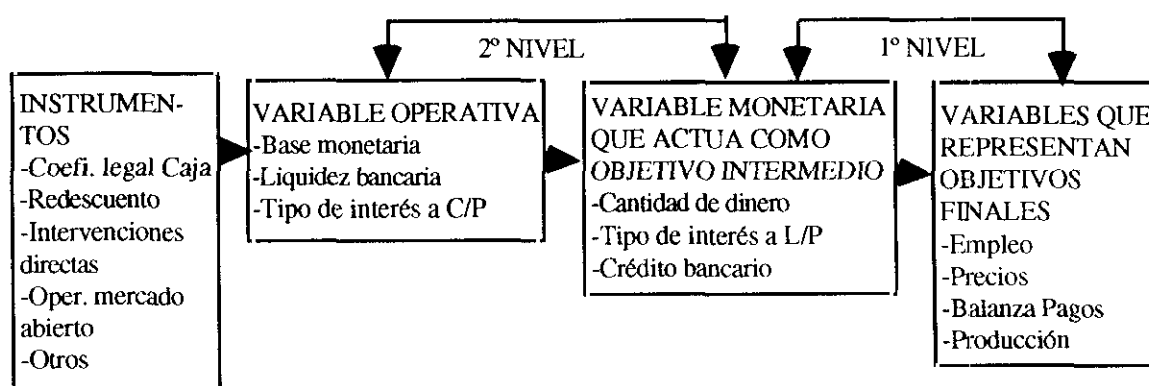


Gráfico 3.18.: Instrumentación tradicional de la política monetaria.

Fuente: Cuervo *et al.*, 1995.

El éxito de un esquema instrumental como el apuntado depende de: 1) que exista una relación estable entre el objetivo intermedio -cantidad de dinero o tipos de interés- y la variable final -producto, tipo de cambio, nivel de precios- y 2) que las autoridades monetarias puedan influir realmente con sus variables operativas o instrumentales -base monetaria, tipos de interés a corto plazo- en el objetivo intermedio -cantidad de dinero o crédito interno, por ejemplo- (Ortega, 1993: 6).

Durante los últimos años, debido principalmente a los cambios registrados en el sistema financiero español por las innovaciones financieras, la aparición de nuevos activos líquidos y la transformación de otros ya existentes, ambos requisitos dejaron de cumplirse. Lo cual, unido a la necesidad de armonizar la definición de los agregados monetarios con el resto de los países de la UE, con el fin de avanzar en la coordinación de las políticas monetarias prevista para la primera fase de la

Unión Económica y Monetaria (UEM), ha obligado al Banco de España a llevar a cabo sucesivas redefiniciones y ampliaciones del contenido de las magnitudes monetarias utilizadas para fijar sus objetivos monetarios o como indicadores complementarios de éstos -cuadro 3.7.- (Cuervo *et al.*, 1995; Banco de España, 1994: 17)¹⁰⁸.

Agregados monetarios	Instrumentos Financieros	Agentes emisores
M1	Efectivo depósitos a la vista	Banco de España B Esp, Sist.bancar., ICO
M2	Depósitos de ahorro	Sistema bancario, ICO
M3	Depósitos a plazo Cesión temporal de activos Participaciones de activo Depósitos en moneda extranjera Empréstitos	Sist.bancar.,ICO,ECAOL Sist.bancar.,ICO,ECAOL Sist. bancario, ICO Sist. bancario, ICO Sist. bancario
M4 (ALP)	Empréstitos Operaciones de seguro Transferencias de activos privados Letras endosadas Avaless a pagarés de empresa Valores públicos a costo plazo	ICO, ECAOL Sist. bancario Sist. bancario, ICO Sist. bancario, ICO Sist. bancario, ICO Administrac. Públicas
M5 (ALP2)	Valores privados a corto	Empresas No Financieras

Cuadro 3.7.: Reforma de los agregados monetarios en España aplicada a partir de enero de 1992.

Fuente: Banco de España (1991): "La reforma de los agregados monetarios en España", *Boletín Económico*, noviembre.

¹⁰⁸ Sin embargo, los trabajos empíricos más recientes, como consecuencia de estas transformaciones financieras entre las que destacan las derivadas de la liberalización de los movimientos de capitales en el exterior, revelan que las variables relevantes para explicar el comportamiento de la demanda de los ALP se han hecho más numerosas y complejas, y que un número apreciable de las mismas se escapa a la capacidad de influencia de las autoridades españolas. Esto desaconseja la utilización de los ALP como agregado de referencia de los objetivos de política monetaria, aunque no su utilización como indicador para el análisis de las condiciones monetarias y de las tendencias futuras del gasto nominal y de su componente en precios, dado que existe una relación a largo plazo entre la liquidez de la economía y el gasto nominal (Banco de España, 1994: 17).

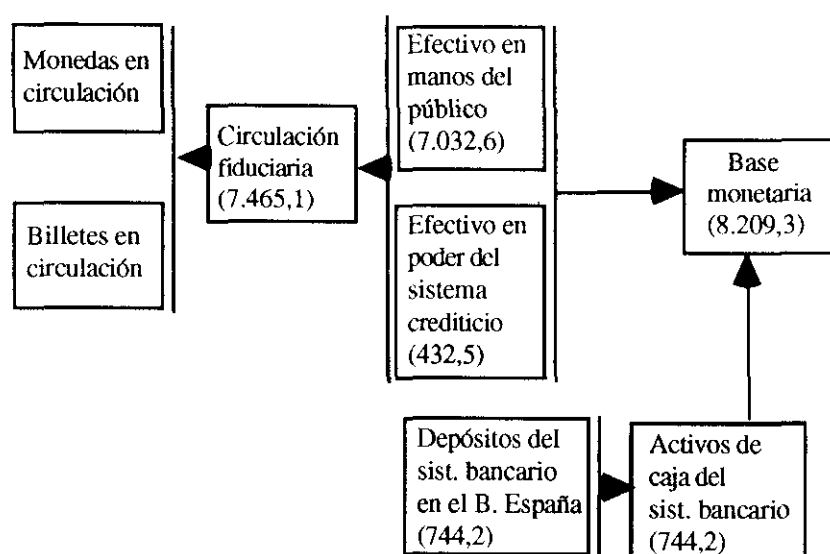


Gráfico 3.19.: Base monetaria. Datos a 30 de abril de 1995 (miles de millones).

Fuente: Cuervo *et al.*, 1995 y Banco de España, *Boletín Estadístico*, mayo 1995.

Dentro del esquema instrumental de la política monetaria, se ha estudiado también la posibilidad de utilizar como objetivos intermedios agregados monetarios ponderados, en lugar de los habituales no ponderados (M3, ALP, ALP2), caracterizados por ser la suma simple de los activos financieros que los integran, y sin tener en cuenta, por tanto, el distinto grado de liquidez de dichos activos. Diversos trabajos han construido así agregados monetarios ponderados, suma de activos financieros teniendo en cuenta su grado de liquidez, para dar un mayor peso a los activos más líquidos en comparación con los menos líquidos (por ejemplo utilizando el índice Divisia) (Barnett, 1980 y 1986; Dolado, 1982, 1985 y 1988; Dolado y Escrivá, 1991; Cabrero *et al.*, 1992; Ford *et al.*, 1992; Ayuso y Vega, 1993; Maudos, 1994). Sin embargo, la evidencia empírica suministrada por los trabajos de Ayuso y Vega (1993) y de Maudos (1994) resulta contraria a la utilización de dichos agregados ponderados como objetivo intermedio de la política monetaria, a pesar de su superioridad teórica¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Maudos (1994: 206) concluyó que “las diferencias en los tipos de interés entre activos no respondían, exclusivamente, a diferencias de liquidez, sino que respondían además a factores como la fiscalidad y el riesgo”. Además, el indicador del progreso tecnológico que utilizó como factor corrector de las ponderaciones de los agregados Divisia lo construyó, por problemas de información, utilizando el número de cajeros y de tarjetas de plástico de las cajas de ahorros, por lo

Desde la década de los ochenta, como ya se ha dicho, las autoridades económicas españolas, al igual que las de otros países de nuestro entorno, han tratado de aplicar una política monetaria activa para tratar de conseguir dos objetivos básicos para el crecimiento de la economía: el control de la inflación y el del déficit público¹¹⁰.

El proceso de apertura experimentado por la economía española y nuestra incorporación a la UE han centrado la atención en la competitividad de los bienes y servicios españoles frente al exterior. En este sentido, se ha acrecentado la preocupación social y política por la evolución de los precios interiores y por el diferencial de crecimiento de los mismos respecto a los demás países de la UE. Tras el ingreso de España en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) y, sobre todo, después de la implantación de la libertad de movimientos internacionales de capitales, el debate sobre la necesidad de controlar el crecimiento de los precios se ha hecho, si cabe, más intenso, paralelamente a lo ocurrido en el resto de Estados miembros (González *et al.*, 1995).

Una inflación elevada y variable disuade el ahorro, perturba la eficiencia en la asignación de los recursos, acentúa las oscilaciones de la producción y el empleo, aumenta las desigualdades y dificulta la integración de la economía española en un área europea de estabilidad monetaria. Por todo ello y por la necesidad de cumplir los acuerdos adoptados en Maastricht sobre la convergencia en tasas de inflación, tipos de interés y peso del déficit público y del *stock* de deuda en el PIB, la autoridad monetaria española ha redefinido recientemente el objetivo primordial de su política monetaria: “lograr la estabilidad de precios” mediante la fijación de un objetivo directo de tasa de inflación, auspiciado por la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España el 1º de junio de 1994 (Banco de España, 1994)¹¹¹.

que puede que su evolución no reflejara adecuadamente la verdadera evolución del progreso tecnológico.

¹¹⁰ El análisis teórico ha demostrado que la primera es consecuencia del segundo (Ortega, 1993: 6).

¹¹¹ Banco de España (1994): “Objetivos de instrumentación de la política monetaria en 1995”, *Boletín Económico*, dic.: 15-17.

Esta Ley ha introducido cambios importantes en el contexto institucional de la política monetaria, al atribuir al Banco de España la propia definición de la misma de forma autónoma, libre de todo tipo de intervenciones o directrices del Gobierno (Fernández, 1993: 42). En este sentido, el Banco de España es, desde el 1º de junio de 1994, la institución garante de la consecución del objetivo de la estabilidad de precios¹¹².

A ese respecto, los efectos de la independencia de los bancos centrales han sido objeto de diversas investigaciones teóricas durante los últimos años, entre las que cabe destacar dos grupos de aproximaciones (García del Paso, 1993: 37):

- La literatura de la inconsistencia temporal de la política monetaria; que postula la independencia del banco central como método para lograr la estabilidad de precios en una economía.
- La literatura sobre políticas monetarias partidistas; que también aboga por un banco central independiente, pero ahora con el objetivo de evitar o reducir fluctuaciones en la economía derivadas del proceso político.

Estas posturas teóricas han sido contrastadas mediante una larga serie de estudios empíricos (Alesina, 1989; Grilli, Masciandaro y Tabellini, 1991; Eijffinger y Schaling, 1992 y De Haan y Sturm, 1992), que han mostrado la existencia de una clara correlación negativa entre independencia de un banco central y tasa de inflación, así como la ausencia de correlación entre independencia y crecimiento económico.

La nueva estrategia de definición y seguimiento del objetivo directo, de inflación por el Banco de España, en pro del objetivo último de la estabilidad de los precios, ha sido anteriormente adoptada en diversos países -Nueva Zelanda,

¹¹² En el Tratado de la UE, ratificado por España, se dota de plena autonomía al Banco Central Europeo para “definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad”, “poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros” y “promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago” (art. 105.2). Esto se aplica igualmente, *mutatis mutandis*, a los bancos centrales nacionales integrandos en el Banco Central Europeo (Fernández, 1993: 41).

Canadá, Reino Unido y Suecia-, con resultados muy positivos¹¹³. Con este tipo de estrategias se tratan de superar los problemas y limitaciones a los que se han enfrentado las estrategias tradicionales, a medida que los procesos de innovación financiera, la desregulación de los mercados financieros internos y su integración creciente internacional, han modificado el contexto en el que se desarrolla la política monetaria. La eliminación progresiva de las trabas a la circulación de capitales en el ámbito internacional ha aumentado las dificultades para sostener compromisos estrictos de tipos de cambio. Y la inestabilidad detectada en el comportamiento de los agregados monetarios ha llevado a renunciar a la fijación de objetivos intermedios basados en estas variables (Melcón, 1994).

En España, los logros en el objetivo de seguimiento directo de la tasa de inflación, se plasman en los Informes semestrales del Banco de España. En los cuales, y a tenor de los comentarios de Fuentes Quintana y Alcaide¹¹⁴ (1995: 8-11), se pone el énfasis en cuestiones como las siguientes:

1) Importancia del objetivo de la estabilidad monetaria y del reconocimiento de los males de la inflación en la situación actual de la economía española.

2) Las condiciones fundamentales que deben cumplirse para que el papel de la estabilidad de precios pueda cumplirse con eficiencia por la política monetaria:

- Contar con una política presupuestaria acorde con la política monetaria ("A largo plazo, el mantenimiento de déficit elevados y autoalimentados con una carga financiera creciente acaba siendo incompatible con las políticas monetarias de estabilidad ... el ajuste fiscal resulta *imprescindible* ...").

¹¹³ En ninguno de los países existía una reputación antiinflacionista previa acreditada, y, sin embargo, en la actualidad, todos registran tasas de inflación muy reducidas. En el mes de octubre de 1994, el crecimiento interanual de los precios de consumo fue de 2,4 por ciento en el Reino Unido y Suecia; de 2,1 por ciento en Nueva Zelanda y de 0 por ciento en Canadá (Melcón, 1994).

¹¹⁴ Realizados sobre la base del "Discurso de presentación del Informe anual pronunciado por el Gobernador Luis Angel Rojo, ante el Consejo de Gobierno del Banco de España", en julio de 1995.

- Estabilidad del tipo de cambio, cuya fijación, según la Ley de Autonomía del Banco de España y los compromisos de Maastricht, es competencia del Gobierno.

- Realización de “las denominadas *reformas estructurales*”.
- Moderación de las rentas salariales.
- Existencia de una conciencia social y un comportamiento de los agentes económicos que favorezcan la estabilidad de precios.

3) Fijación del objetivo de inflación por el Banco de España a medio plazo, con un seguimiento semestral de la inflación que vigile su marcha y trate de situar el crecimiento del IPC entre el 3,5 y el 4 por ciento en los primeros meses de 1996 y por debajo del umbral del 3 por ciento a lo largo de 1997. Se pretende con ello colocar la evolución de los precios en la senda de convergencia con los países más estables de Europa, requerida por el Tratado de Maastricht para acceder a la Unión Monetaria.

Las ventajas de este tipo de estrategias de control directo de la inflación se asocian también con otros aspectos formales: el carácter estructurado con que se exponen los objetivos ante los agentes; y el apoyo en *mecanismos institucionales* para reafirmar el compromiso antiinflacionista de las autoridades y su presentación conjunta con un programa de políticas económicas y estructurales de reforma, que resalta la coherencia de las mismas con la política monetaria. Sin embargo, estas estrategias suelen presentar el inconveniente derivado de la definición del objetivo sobre la variable de precios, en la medida en que los *shocks* de oferta no anticipados inducen desviaciones respecto al objetivo y ello puede poner en cuestión la credibilidad de la estrategia (Melcón, 1994).

La instrumentación efectiva de la política monetaria española, asociada al objetivo directo del control de la tasa de inflación, se efectúa por los procedimientos habituales que viene utilizando el Banco de España para regular las condiciones de oferta de liquidez de base del sistema bancario (coeficiente legal de caja, redescuento y crédito, y operaciones de mercado abierto, principalmente), procurando un funcionamiento ordenado de los mercados monetarios y cambiarios

y teniendo en cuenta la evolución de los tipos de interés exteriores (Banco de España, 1994; Melcón, 1994).

3.3.2. Incidencia de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial sobre el objetivo de inflación.

Los créditos comerciales otorgados por los proveedores constituyen, como ya se ha indicado, una de las fuentes de financiación más utilizada por las grandes empresas de distribución comercial; siendo precisamente en este sector donde más financiación comercial se otorga. Ello eleva la velocidad de circulación de los agregados monetarios y, por ende, la cantidad de dinero (oferta monetaria); e implica un incremento en el nivel de precios¹¹⁵, y una tendencia descendente en los tipos de interés explícitos, que pueden desembocar en una mayor demanda de inversión por parte de las empresas y, en definitiva, de la demanda agregada.

Igualmente, el crédito al consumo concedido por las grandes empresas de distribución comercial constituye un mecanismo de desintermediación financiera, en tanto que representa una vía, ajena al mercado, de redistribución de los excedentes financieros que se generan en el desarrollo del negocio cotidiano del ciclo de explotación. Su mera existencia reduce la dependencia, principalmente de las familias, de otras fuentes de financiación de su consumo, particularmente las bancarias. Por tanto, neutraliza las eventuales restricciones a la disponibilidad de créditos, condicionando el grado de eficacia de la política monetaria ejercida por el banco central e influyendo sobre la expansión de la actividad económica¹¹⁶:

A ese respecto, y en primer término, el volumen que alcanzan determinados medios de pago, como las tarjetas emitidas por las propias empresas de distribución comercial, es bastante elevado (8.000.000 de titulares a final de 1994); y este es un

¹¹⁵ Chuliá (1992) demostró que un incremento del crédito comercial elevaba la velocidad de circulación de los agregados monetarios. Según Laffer (1970 y 1981), se eleva la oferta monetaria, por lo que tiene un efecto inflacionista.

¹¹⁶ Stiglitz y Weiss (1987) y Calomiris y Hubbard (1989) obtuvieron evidencia empírica sobre la relación inversa entre las limitaciones en el crédito y el crecimiento la economía real.

tipo de crédito que estimula el consumo de las familias muy por encima de lo que su propia capacidad de ahorro les hubiera inducido. Ello supone un incremento de la demanda agregada y una tendencia alcista en los precios.

Por otro lado, la utilización de ese medio de pago evita la utilización de efectivo; esto es, reduce su necesidad y, en consecuencia, la demanda de efectivo en relación con los depósitos bancarios. No obstante, y a pesar del incremento del uso de tarjetas de crédito en los últimos años, se han realizado muy pocos estudios empíricos acerca de los efectos de las tarjetas de crédito sobre la demanda de dinero. Los resultados de un trabajo de Duca y Whitesell (1995) muestran, sin embargo, que la magnitud de tales efectos es importante: por cada 10 por ciento de crecimiento en la probabilidad de poseer una tarjeta, los saldos de cheques se reducen un 9 por ciento y los de fondos de dinero un 11 por ciento. Este tipo de cambios en la composición de la demanda de dinero tienen importantes repercusiones en la efectividad de la política monetaria, que todavía no son muy conocidos¹¹⁷.

En segundo término, otro de los efectos de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial, con repercusiones claramente inflacionistas, se produce cuando, en el ejercicio de su poder de mercado, elevan sus precios de venta para cubrir el coste financiero derivado del aplazamiento del cobro.

No puede olvidarse tampoco que la elevada concentración en el sector de la distribución comercial conduce a una reducida competencia vía precios entre las grandes empresas, que actúan como “cuasimonopolios” a consecuencia de su elevado poder de mercado, e incrementan sus márgenes por encima del nivel óptimo competitivo; lo cual tiene claros efectos inflacionistas¹¹⁸. En este sentido, las

¹¹⁷ De hecho, una de las razones que pueden justificar la pérdida de estabilidad de las funciones de demanda de dinero es la no consideración del efecto de las nuevas tecnologías de transacción (Maudos, 1994: 35), incluyendo entre éstas la utilización de las tarjetas de crédito como medios de pago. Sin embargo, los resultados obtenidos en el trabajo de Maudos (1994: 225), sobre los efectos de las nuevas tecnologías de transacción en la demanda de dinero han sido negativos. Pero, según este autor, el resultado negativo alcanzado hasta ahora significa que es necesario seguir profundizando en el análisis, sobre todo, en la medida en que vaya estando disponible una información más completa sobre las variables relevantes que midan dicho fenómeno.

¹¹⁸ Un estudio del Ministerio de Comercio y Turismo de España reflejó, en octubre de 1994, que “los precios de venta de las grandes superficies habían crecido a un ritmo superior al de la industria proveedora”, por lo que la distribución tuvo un efecto inflacionista. Según dicho estudio,

medidas legales expuestas en la actual Ley de Ordenación del Comercio Minorista de diciembre de 1995, dado que obstaculizan la competencia en el sector, tienen repercusiones sobre la tasa de inflación (Tribunal de Defensa de la Competencia, 1995: 102-1905).

La evolución de los precios pagados por los compradores finales en los mercados minoristas, muestra en los últimos años una continuada tendencia inflacionista. Un trabajo realizado por Casares y Rebollo (1992) evidencia que la actividad de la distribución comercial podía explicar hasta un punto anual de la tasa de inflación en el período 1977-88. El razonamiento que sustentan es que el gasto de los consumidores, junto a la preferencia de éstos por unos determinados servicios y formas comerciales más evolucionadas y de mayor tamaño, permite que estas empresas no necesiten acudir a la competencia en precios para incrementar sus ventas. Mendez y Rebollo (1995) actualizaron ese estudio para el período 1988-94, demostrando, además, que la variabilidad de los precios finales de la distribución era menor que la de los precios percibidos por los productores; por lo que las grandes empresas de distribución comercial ejercen un papel de amortiguador de las fluctuaciones de precios en origen, y por tanto del crecimiento de la tasa de inflación. La forma de llevar a cabo esta función estabilizadora es mediante la fijación de unos márgenes comerciales crecientes, que provocan una transferencia de rendimientos del sector de la producción al de la distribución, a la vez que revela un notable poder, tanto de negociación como de mercado, por parte de las grandes empresas de distribución comercial, que pueden fijar el precio de su actividad -y los márgenes comerciales- al margen de las fluctuaciones del mercado.

los precios que ofrecen las grandes superficies "podrían ser mucho más bajos". La falta de competencia entre estas empresas, constituidas en auténticos monopolios comarcales, hace que posean unos márgenes muy por encima del resto de la UE (sólo en el Reino Unido disponen de márgenes superiores) (*Fuente: Expansión*, 3/10/1994).

3.4 EFECTOS SOBRE EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL: ESTRUCTURA ECONOMICO-FINANCIERA Y RESULTADOS DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL ESPAÑOLAS.

En este apartado se analizarán los efectos de las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial sobre su estructura económico financiera y sus resultados, mediante la oportuna cuantificación de los distintos indicadores económico financieros empresariales.

Se pretende llevar a cabo aquí un análisis eminentemente descriptivo, por lo que se aplicará la metodología del análisis financiero clásico o tradicional, esto es, mediante el cálculo de las oportunas “*ratios*”, o relaciones por cociente entre dos o más magnitudes económico-financieras.

El agregado que se toma como base del análisis, está formado por las 12 empresas de distribución comercial en España con mayor volumen de ventas, que concentró en 1993, aproximadamente, el 64,2 por ciento de las ventas totales del sector¹¹⁹. En dicho agregado pueden establecerse básicamente cuatro grupos con comportamientos estratégicos diferenciados, que conviene considerar en el análisis empresarial (cuadro 3.8.): grandes almacenes, hipermercados, cadenas de supermercados y sociedades cooperativas. Por ello, se ha considerado oportuno restringir el estudio a las empresas más representativas de cada grupo, en cuanto a su cuota de mercado (El Corte Inglés, Pryca, Mercadona y Eroski, respectivamente¹²⁰), deduciendo de este modo, pautas de comportamiento diferenciales y/o similares en cada una de estas empresas, que pudieran ser trasladables al resto de empresas pertenecientes a sus grupos estratégicos. El período objeto de estudio será el comprendido entre los años 1990 y 1994.

¹¹⁹ A este respecto, puede verse el estudio de concentración realizado en el capítulo primero de esta Tesis Doctoral.

¹²⁰ Estas cuatro empresas sumaron, en el año 1993, una cuota de mercado del 41 por ciento del total de ventas del sector.

AGREGADOS DIFERENCIADOS	VTAS 1993 (miles pts.)	% Cuot. mdo.	VTAS 1994 (miles pts.)	% Cuot. mdo.
GRANDES ALMACENES	1053430420	27,30	1079988000	27,64
El Corte Inglés (Grupo)	951819000	24,6692	975168000	24,9504
Simago, S.A.	54132420	1,4030	55150000	1,4072
Cortefiel (Grupo)	47479000	1,2306	49670000	1,2851
HIPERMERCADOS	1047460700	27,15	1186754000	31,31
Centros Comerciales Pryca, S.A.	482791000	12,5130	520283000	13,3118
Centros Comerciales Continente, S.A.	333613800	8,6466	392971000	11,0019
Alcampo, S.A.	231055900	5,9885	273500000	6,9977
HIPERMERCADO MAYORISTA	83802860	2,17	89387000	2,36
Makro, Autoservicio Mayorista, S.A.	83802860	2,1720	89387000	2,3594
SUPERMERCADOS	249196680	6,46	313022000	7,97
Mercadona, S.A.	151564800	3,9283	193413000	4,9125
Supermercados Sabeco, S.A.	54220240	1,4053	66879000	1,7111
Autoservicios Caprabo, S.A.	43411640	1,1251	52730000	1,3491
COOPERATIVAS Y CADENAS	269201496	6,98	331372000	8,82
Eroski, sociedad cooperativa	222485446	5,7664	267172000	6,6514
Unión Detallistas Españoles, Sdad.Coop	46716050	1,2108	64200000	2,1694
TOTAL MUESTRA/30 EMPRESAS	2703092156	70,06	3000523000	78,11

Cuadro 3.8.: Ventas y cuota de mercado de los grupos estratégicos de las grandes empresas de distribución comercial. Año 1993.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

A efectos de cuota de mercado, y pese a la debilidad del consumo privado en España durante los últimos años¹²¹ y la restricción de horarios

¹²¹ El gasto medio por hogar en pesetas constantes de 1985 disminuyó un -1,43 por ciento anual en 1993, un -1,1 por ciento en 1994, y permaneció prácticamente estancado en el primer semestre de 1995 (crecimiento semestral de +0,1 por ciento) (*Fuente: INE, Encuesta continua de presupuestos familiares y Contabilidad nacional trimestral de España*). Evolución de la tasa de variación interanual del gasto medio por hogar en pesetas constantes de 1985 (en %):

I-93	II-93	III-93	IV-93	I-94	II-94	III-94	IV-94	I-95	II-95
-0,6	-1	0,7	-4,8	-3,2	0,6	-2,2	0,4	1,8	-1,7

comerciales en diversas comunidades autónomas durante el ejercicio 1994, las ventas de las grandes empresas de distribución han crecido durante dicho período a tasas más elevadas que en las pequeñas y medianas empresas, incrementando sus cuotas de mercado, y en consecuencia el grado de concentración sectorial (cuadro 3.8.). En análisis comparado de los distintos grupos estratégicos de la distribución comercial, se aprecia un mayor incremento de las ventas en los supermercados (variación anual de +25,61 por ciento), sociedades cooperativas (variación anual de +23,09 por ciento) e hipermercados (variación anual de +13,30 por ciento), en donde existe una mayor proporción de ventas de alimentación y bebida, cuya demanda es muy estable; en relación con el menor incremento de las ventas en los grandes almacenes (variación anual de +2,52 por ciento)¹²².

3.4.1. Estructura y funcionalidad del capital económico.

Las decisiones de inversión de las grandes empresas de distribución comercial quedan reflejadas en la estructura y funcionalidad de su capital económico. En este epígrafe se analizará la estructura económica de este tipo de empresas, aplicando la metodología de análisis económico-financiero tradicional basado en "*ratios*", para contrastar las distintas decisiones de inversión de las empresas representativas de cada agregado (cuadro 3.9.).

¹²² Por ejemplo, en 1994, en la Comunidad de Madrid, la tasa anual de variación de las ventas de alimentación y bebidas en las grandes superficies disminuyó un -4,6 por ciento; mientras que en el resto de productos la disminución fue más elevada (-10,3 por ciento), ya que es en estos bienes en los que las familias ahorran (*Fuente: Estadística de la Comunidad de Madrid*).

<u>Administración de activos fijos y circulantes (%)</u>	AÑOS	Inmov. Mat.E/ Tot.act	Inmov. Mat.Ex/ Inmov.	Inmov. Fin.Net /Inmov.	Act.Cir/ Inmov.	Act.C.P Expl/ Act.Cir
El Corte Inglés	1990	36,61	94,68	4,93	158,62	87,30
	1991	35,67	94,35	5,53	164,51	90,48
	1992	37,42	94,10	5,71	151,45	92,04
	1993	38,53	90,64	6,51	135,24	86,86
	1994	41,18	86,22	6,97	109,36	90,33
Pryca	1990	51,54	96,63	3,37	87,50	53,59
	1991	51,73	95,74	2,60	85,08	50,19
	1992	49,75	96,59	1,39	94,14	42,99
	1993	49,56	97,85	0,32	97,46	35,53
	1994	51,75	98,00	0,42	89,37	38,40
Mercadona	1990	48,58	86,72	3,79	78,51	50,62
	1991	47,83	75,53	12,09	57,91	92,66
	1992	55,38	77,68	9,97	40,27	87,73
	1993	61,25	79,06	11,29	29,09	64,97
Eroski	1991	55,65	77,48	19,60	39,23	72,72
	1992	55,06	80,26	18,30	45,78	74,49
	1993	62,17	90,83	1,70	46,10	61,90
	1994	61,51	91,15	2,28	48,17	60,88
<u>Admón. A.Circ. y funcionalidad del capital económico (%)</u>		Act.CP Financ/ Activo Circul.	Cliente/ Proveed	Dot.anu amort. inm.ma /Inmov. mat.bru	Am.Ac. inm. mater./ Inm. mat.bru	Dot.anu amort. inm.ma /Recur. generad.
El Corte Inglés	1990	12,70	85,06	7,96	34,19	36,40
	1991	9,52	86,40	8,75	35,84	38,67
	1992	7,96	92,94	8,22	36,33	44,91
	1993	13,14	84,97	7,12	37,06	43,30
	1994	9,67	80,84	6,58	35,58	44,80
Pryca	1990	46,41	15,20	4,57	21,53	43,74
	1991	49,81	13,15	7,21	20,58	46,40
	1992	57,01	12,12	5,91	20,28	41,93
	1993	64,47	9,01	6,35	23,02	44,05
	1994	61,60	9,93	6,02	24,66	41,23
Mercadona	1990	49,38	-0,06	9,42	27,02	58,68
	1991	7,34	0,89	10,55	26,12	81,01
	1992	12,27	24,53	10,22	34,98	72,75
	1993	35,03	5,58	9,56	39,58	78,17
Eroski	1991	27,28	15,64	n.d.	20,96	n.d.
	1992	25,51	25,80	n.d.	n.d.	82,41
	1993	38,10	23,70	n.d.	n.d.	64,06
	1994	39,12	22,92	n.d.	n.d.	62,94

Cuadro 3.9.: Estructura del capital económico. Administración de activos fijos y circulantes, y su funcionalidad.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

La gran distribución comercial española está realizando un intenso proceso de inversión, superior al de otros sectores productivos, como indica la evolución positiva de la "ratio" inmovilizado material de explotación/activo total en las distintas empresas analizadas, siendo este incremento mayor en las cadenas de supermercados (Mercadona) y sociedades cooperativas (Eroski) -cuadro 3.9.-. Las nuevas fórmulas de distribución comercial se encuentran inmersas en plena fase de crecimiento en su ciclo de vida. Algunas de ellas, principalmente los grandes almacenes, no sólo invierten en la expansión de su actividad principal (comercio al por menor), sino también en "nuevas" actividades, incluidas las financieras y "paraфинancieras", como por ejemplo, la actividad aseguradora¹²³.

Se ha dividido el activo del balance de situación en activos de explotación y activos financieros (Anexo 3.1.), para distinguir la diferente funcionalidad de ambas masas patrimoniales. Se aprecia de este modo una evolución positiva del inmovilizado financiero neto sobre el total del inmovilizado en los grandes almacenes y supermercados; así como una proporción bastante elevada de los activos a corto plazo financieros, en relación con el activo circulante, sobre todo en los hipermercados (cuadro 3.9.); lo cual revela la importante asignación de recursos financieros desarrollada por estas empresas. Llevan a cabo una eficaz gestión de tesorería¹²⁴ mediante inversiones temporales en carteras de valores, que inducen un importante negocio financiero.

¹²³ Así lo muestran, por ejemplo, las elevadas tasas de variación de las reservas técnicas de las filiales aseguradoras de El Corte Inglés y de los deudores de la Correduría de seguros del grupo:

	"Deudores" Centro de Seguros. Correduría		"Reservas técnicas" Seguros vida, pensiones		"Reservas técnicas" Seguros ramos generales	
	Miles pts.	Variac. (%)	Miles pts.	Variac. (%)	Miles pts.	Variac. (%)
1990	2.446.541		--		--	
1991	3.319.459	35,68	2.615.202	--	228.597	--
1992	4.085.909	23,09	14.683.247	461,46	735.294	221,66
1993	4.824.208	18,07	19.176.717	30,60	1.334.376	81,48
1994	5.304.008	9,95	20.965.428	9,33	2.069.929	55,12

Fuente: *Informes anuales de gestión y elaboración propia.*

¹²⁴ De ahí el reducido peso del disponible sobre el activo total en estas empresas, principalmente en los hipermercados -Anexo 3.1.-.

A través de la reducida "*ratio*" Clientes/Proveedores puede apreciarse la posición comercial dominante de este tipo de empresas, que se benefician de los créditos de provisión recibidos y conceden la menor financiación posible a sus compradores. Sin embargo, en algunos casos, como es el de la empresa representante de los grandes almacenes, los datos muestran cómo esta entidad comienza a introducirse en el negocio financiero de concesión de créditos al consumo privado a sus clientes, principalmente mediante las operaciones realizadas a través de la tarjeta de compra.

En el análisis de la **funcionalidad del capital económico** de las empresas representativas de cada grupo, la "*ratio*" Dotación anual para amortización del inmovilizado material/ Inmovilizado material bruto (cuadro 3.9.), refleja la escasa proporción que representan las amortizaciones respecto del inmovilizado a amortizar, lo cual evidencia que éste es relativamente moderno y confirma que prácticamente la totalidad de la inversión en estas empresas se destina a ampliaciones de establecimientos y no a reposición de activos fijos. Su evolución constante a lo largo del tiempo sintetiza una política uniforme de amortizaciones. Del mismo modo, los menores valores de la "*ratio*" amortizaciones y provisiones acumuladas del inmovilizado material sobre el inmovilizado material bruto reflejan un elevado grado neto de funcionalidad del capital económico "sólido".

Finalmente, la proporción de amortización anual en relación al total de recursos generados por las empresas representa la parte de recursos generados (beneficio neto + amortizaciones) comprometida por el mantenimiento de la funcionalidad de la empresa. En los grandes almacenes e hipermercados esta "*ratio*" alcanza cifras muy reducidas, lo cual evidencia que en sus recursos generados el componente de cobertura de depreciación es inferior que el del beneficio distribuable y retenido. Las empresas representativas de los supermercados y las sociedades cooperativas poseen, sin embargo, unos recursos generados con mayor componente de amortización.

3.4.2. Estructura financiera, cobertura y coste del capital.

Del mismo modo que la estructura económica de una empresa sintetiza sus decisiones de inversión, al incluir el “*stock*” o acumulación de inversiones; la estructura financiera resume sus políticas de financiación y dividendos. Mediante un análisis económico-financiero basado en “*ratios*” de la estructura financiera de las grandes empresas de distribución comercial trataremos de determinar comportamientos financieros diferenciados de los distintos agregados de empresas de distribución (cuadro 3.10.).

<u>Estructura del capital financiero (%)</u>	AÑOS	R.Ajenos C.P./R. Ajenos	R.Ajenos C.P.sin coste/R.A	Financiación Perman./ Pas.Total	Reservas/ Recursos Propios
El Corte Inglés	1990	85,16	78,98	55,92	80,96
	1991	82,92	78,62	58,29	82,66
	1992	80,16	71,05	61,70	83,34
	1993	75,66	73,58	65,46	84,47
	1994	74,01	70,72	65,84	85,12
Pryca	1990	99,57	99,57	32,25	64,88
	1991	99,66	99,66	28,90	70,17
	1992	99,68	99,68	35,87	53,28
	1993	99,57	99,57	36,65	58,13
	1994	99,55	94,86	38,65	62,87
Mercadona	1990	90,21	78,25	21,67	59,89
	1991	90,77	79,94	17,85	52,05
	1992	92,33	81,71	16,32	51,81
	1993	90,00	89,19	22,21	63,91
Eroski	1991	81,32	81,32	43,86	69,07
	1992	85,72	82,68	42,75	67,40
	1993	79,21	70,45	42,80	76,10
	1994	78,22	69,88	42,71	73,80
<u>Cobertura del capital económico (%)</u>	AÑOS	Reservas/Inmov. Neto		Financ. permanente/ Inmov.Netto	
El Corte Inglés	1990	101,32		144,62	
	1991	109,04		154,19	
	1992	109,76		155,15	
	1993	108,14		153,98	
	1994	96,24		137,84	
Pryca	1990	38,89		60,48	
	1991	37,23		53,49	
	1992	36,89		69,63	
	1993	41,76		72,37	
	1994	45,70		73,19	
Mercadona	1990	14,23		38,68	
	1991	7,92		28,19	
	1992	6,89		22,89	
	1993	11,33		28,67	
Eroski	1991	29,78		61,07	
	1992	32,82		62,32	
	1993	31,21		62,52	
	1994	29,62		63,28	

Cuadro 3.10.: Estructura del capital financiero y cobertura del capital económico.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

Cuando se analiza la estructura financiera de las empresas del sector de la distribución comercial¹²⁵, se aprecia que están poco capitalizadas. Predomina la financiación a corto plazo de proveedores, cuya proporción sobre el total de recursos ajenos a corto plazo aumentó en el año 1993 respecto al 1992. Los efectos de esta política de financiación suponen unas reducidas cargas financieras en estas empresas, en relación con el total de empresas españolas no financieras incluidas en la CBBE -cuadro 3.11.-. Dentro de su menor financiación propia, la cifra de capital social es bastante reducida en relación con la de reservas, lo cual revela el elevado peso de la autofinanciación o crecimiento interno en las empresas de este sector.

Estructura Financiera (%)	500 emp.dist.comer		Tot.emp. no financ.	
	1993	1992	1993	1992
R.PROPIOS / TOT.PASIVO	34,93	33,47	36,60	38,70
Capital Social / R.Propios	22,65	33,29	59,13	55,71
Reservas / R.Propios	77,35	66,71	27,76	33,87
R.AJENOS / TOT.PASIVO	65,07	66,53	60,70	59,17
R.AJENOS A C.P./TOT.PAS.	56,62	59,04	34,29	34,03
Proveedores/R.Ajenos a C.P.	74,13	70,92	26,88	26,25
R.AJENOS A L.P./TOT.PAS.	7,53	6,41	26,41	25,14
<u>COSTES FINANCIEROS</u>				
Costes Financieros (Mill. ptas.)	39.196	40.529	1.661.000	1.574.000
Costes Financieros/Vtas Netas (%)	1,0654	1,0229	6,2946	5,9690
Costes Financieros/BAII (%)	42,84	42,59	113,60	94,55

Cuadro 3.11.: Estructura financiera y costes financieros del agregado de 500 empresas del sector de la distribución comercial y del total de empresas españolas no financieras.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, 1995, Banco de España, Central de Balances 1993 y elaboración propia.

Del mismo modo, las "ratios" de estructura del balance de las grandes empresas de distribución comercial analizadas sintetizan decisiones financieras que coinciden con las del sector en su conjunto. La "ratio" Recursos

¹²⁵ Concretamente, el agregado de las 500 empresas con mayor cifra de negocios del sector, en 1993.

ajenos/Pasivo total muestra un mayor grado de endeudamiento en los supermercados y sociedades cooperativas, frente a los hipermercados y los grandes almacenes. Estos últimos poseen el menor apalancamiento financiero y por ende, el menor riesgo financiero (Anexo 3.1.).

Para aproximar la composición de las deudas de estas empresas conviene analizar las "ratios" Recursos ajenos a corto plazo sobre el total de recursos ajenos, Recursos ajenos a corto plazo sin coste explícito sobre la misma magnitud y la proporción de financiación permanente (recursos propios + recursos ajenos a largo plazo) sobre el pasivo total (cuadro 3.11.). En primer lugar, destaca la importancia de la financiación a corto plazo de proveedores (sin coste explícito) y la reducida financiación a medio y largo plazo, principalmente en los super e hipermercados.

En segundo término, la elevada importancia de las reservas constituidas por este tipo de empresas, sobre todo en los grandes almacenes, en relación con el importe total de sus recursos propios, compuestos por dichas reservas y por el capital social (cuadro 3.11.) refleja la decidida política de autofinanciación seguida por las grandes empresas de distribución comercial. De ahí que, la apuesta de estas empresas por la autofinanciación conlleve habitualmente políticas de dividendos restrictivas¹²⁶, teniendo en cuenta la relación de equilibrio que en toda empresa existe entre usos y fuentes de fondos¹²⁷. Luego, es poco frecuente la financiación mediante ampliaciones de capital y deuda a largo plazo.

126

Años	El Corte Inglés				Pryca					Mercadona	
	1991	1992	1993	1994	1990	1991	1992	1993	1994	1992	1993
Div.(Mill)	1133	1285	1848	2394	1877	3196	4163	4707	6245	0	0
Div/BN	3,66	5,4	7,53	9,69	21,4	29,8	30,6	31,3	34,6	0	0

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

¹²⁷ En este sentido, los beneficios repartidos por una muestra de 20 empresas de la distribución comercial española fueron, en promedio ponderado, el 15,7 por ciento del beneficio neto en 1991 y el 22,5 por ciento en 1992. Mientras que una muestra de 35 empresas de la industria alimentaria española (que representaban una cuota de mercado del 16,3 por ciento en 1992) repartió, en promedio ponderado, el 43,7 por ciento de sus beneficios en 1991 y el 62,7 por ciento en 1992. Esta política de dividendos claramente restrictiva favorece el actual esfuerzo inversor de la gran distribución comercial española (Roland Berger, 1995).

En la decisión de autofinanciación y en la política de dividendos de estas empresas influye su estructura de propiedad y dirección. La escasa dispersión del accionariado propia de empresas familiares, el control ejercido por empresas extranjeras, así como la participación minoritaria de entidades financieras, aseguran un notable grado de vigilancia de los accionistas sobre los directivos, en la búsqueda del objetivo financiero de la empresa: maximizar su valor de mercado para los accionistas y obligacionistas. Además, el hecho de que frecuentemente coincidan en las mismas personas las figuras de propietario y directivo, explica la preferencia de estas empresas por financiar sus inversiones con recursos generados por las mismas, en lugar de acudir a otras fuentes de financiación, lo cual reduce el volumen de recursos disponibles para ser distribuidos como dividendos. Del mismo modo, la escasa participación del capital de estas empresas en el mercado bursátil condiciona sus políticas de dividendos. Es destacable el cambio que experimentó Pryca en relación con su política de dividendos, a raíz de su entrada en Bolsa¹²⁸, repartiendo 8,5 puntos porcentuales más de su beneficio neto de 1991 respecto al de 1990¹²⁹.

Cuando se analiza la **cobertura del capital económico** (cuadro 3.11) a través de la "*ratio*" Reservas/Inmovilizado neto, para aproximar la cobertura de la estructura fija del activo patrimonial con la autofinanciación generada por este tipo de empresas; las cifras elevadas de esta "*ratio*" en los grandes almacenes evidencian estabilidad de su estructura financiera y potencialidades de expansión de su capital económico. A su vez, la cobertura de la estructura "sólida" de su capital económico con recursos financieros de

¹²⁸ El 10 de octubre de 1991, Pryca fue la primera empresa del sector admitida a cotización, concretamente en la Bolsa de Madrid. Doce meses más tarde, en el mes de diciembre, inició su cotización en la Bolsa de Barcelona. Finalmente, a partir del 2 de enero de 1992, comenzó a cotizar en el mercado continuo, ponderando en el índice general con un 3 por ciento.

¹²⁹ Evolución de la capitalización bursátil y de la valoración que hace el mercado del beneficio neto generado por Pryca durante cada ejercicio, medida por la "*ratio*" Beneficio neto/Capitalización bursátil:

PRYCA (Mill)	C. Soc. suscrito	Cotiz. Mayor año	Cotiz. Menor año	Cotiz. Fin Año	Capitaliz. bursátil	BN/Capit. burs. (%)
1992	18.925	1.980	1.400	1.585	299.955	4,51
1993	18.925	1.890	1.350	1.890	357.675	4,21
1994	18.925	2.400	1.600	1.985	375.661	4,86

Fuente: Informe anual de gestión 1994 y elaboración propia.

elevada permanencia en estas empresas es muy elevada. Sin embargo, en la empresa que representa a las cadenas de supermercados, dicha cobertura es reducida, lo cual sintetiza una menor solvencia financiera a medio y largo plazo en este agregado, así como la utilización de parte de la financiación procedente de sus proveedores en su ciclo largo o de las inversiones. Por tanto, este tipo de financiación, en estas empresas, habitualmente sobrepasa la funcionalidad de financiar la rotación de *stocks* ¹³⁰.

3.4.3. Actividad y estructura de costes.

El cuadro 3.12. reproduce diversos indicadores contables que permiten evaluar la eficiencia en la gestión y actividad de estas empresas, así como su estructura de costes:

Actividad y estructura de costes (%)	AÑOS	Valor añadido/ Vtas Netas	Valor añadido/ Act.In Neto	(Vtas. Netas - Cost)/ VtasNet	Costes personal /Vtas. Netas	Costes financ./ Vtas. Netas	Coste de la financ. ajena $[k'_i = k_i(1 - t)]$		
							k_i	t	k'_i
El Corte Inglés	1990	25,81	123,9	30,80	17,47	0,72	12,59	29,31	8,90
	1991	25,69	128,2	30,66	17,35	0,93	16,71	30,82	11,56
	1992	25,57	116,7	30,22	18,58	1,09	14,58	28,45	10,43
	1993	25,59	101,1	30,21	18,67	1,25	17,48	24,82	13,14
	1994	26,04	86,11	29,86	19,12	0,96	11,33	23,63	8,65
Pryca	1990	12,69	26,38	14,24	5,99	0	22,12	26,57	16,24
	1991	12,10	40,66	13,28	6,62	0	30,28	25,62	22,52
	1992	11,92	38,41	13,44	6,82	0	187,1	24,31	141,6
	1993	37,85	39,09	25,38	14,48	0,69	123,3	29,07	87,46
	1994	12,64	40,19	15,51	6,63	0,17	9,28	31,00	6,40
Mercadona	1990	18,34	68,52	21,91	12,97	0,45	13,84	11,56	12,24
	1991	18,53	62,63	21,75	13,54	1,88	35,69	18,91	28,94
	1992	20,74	71,01	23,27	14,82	1,01	15,15	10,94	13,49
	1993	8,83	71,50	13,08	7,42	0,59	21,72	23,09	16,71
Eroski	1991	24,15	43,87	20,01	17,24	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
	1992	38,87	49,23	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
	1993	n.d.	41,78	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
	1994	n.d.	12,10	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Cuadro 3.12.: Actividad y estructura de costes.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

¹³⁰ La práctica más común es emprender inversiones arriesgando poco capital y amortizando luego las mismas con el fruto de las ventas del día a día, gracias al elevado aplazamiento del pago a proveedores.

La “*ratio*” Valor añadido sobre el volumen de ventas netas, que representa la aportación neta de valor por estas empresas por unidad vendida, sintetiza la eficiencia operativa conseguida por las mismas. La eficiencia empresarial en la utilización de la parte “sólida” de su capital económico, que se aproxima a través de la “*ratio*” Valor añadido sobre activo inmovilizado neto, es mucho mayor en los grandes almacenes, aunque tiende a disminuir, seguidos de las cadenas de supermercados. Por su parte, los hipermercados están ganando eficiencia. Finalmente, el margen bruto de beneficio por unidad de venta da idea de la posición comercial ventajosa de estas empresas, sobre todo de los grandes almacenes, que habitualmente desarrollan estrategias de diferenciación con base en diferenciales de mayores precios.

Las rotaciones y los distintos plazos que forman el período medio de maduración también son útiles para analizar la gestión empresarial y sus decisiones financieras en el corto plazo. Éstos, calculados en el apartado 2.2. de este trabajo referente a la gestión del capital circulante, evidenciaron la relevancia y las notas características distintivas de la gestión del circulante en este tipo de empresas, que condicionan sus decisiones y actividad financieras.

En la estructura de costes de las grandes empresas de distribución comercial destaca finalmente el reducido peso de los costes del endeudamiento en relación con la cifra de negocio, debido a la escasa proporción de financiación ajena con coste explícito que utilizan. Los costes laborales en relación con el volumen de ventas de estas empresas muestran, a su vez, una eficaz gestión de los recursos humanos, sobre todo en los hipermercados (cuadro 3.12.).

3.4.4. Rentabilidad y riesgo.

El cuadro 3.13. sintetiza las "ratios" de rentabilidad económica y financiera, y de los resultados financieros:

<u>Rentabil.</u> (%)	AÑOS	Rtdo. B. Expl/ Vtas	ROI= BAIT/ AT	(BAIT+ Rtd Fin)/AT	ROE= BN/RP	(BAIT+ R.Fin)/ F.Ajeno	Rtdo. Financi/ BAIT	Ing.Fin /Act.Fin	BAII/Ac explot.
El Corte Inglés	1990	8,34	11,05	10,71	15,99	21,10	-3,08	10,34	12,24
	1991	8,35	10,89	10,80	15,48	21,88	-0,75	21,01	11,83
	1992	6,99	7,86	7,76	11,31	16,50	-1,37	26,56	8,46
	1993	6,92	7,26	7,20	10,48	15,89	-0,85	19,68	8,10
	1994	6,91	6,97	6,77	10,07	14,85	-2,84	15,68	7,60
Pryca	1990	6,70	4,42	5,30	12,07	8,07	19,76	3,99	5,78
	1991	5,48	5,26	6,75	18,93	9,79	28,41	6,44	6,94
	1992	5,09	4,77	6,94	14,32	11,13	45,45	8,97	6,66
	1993	5,10	4,41	7,40	14,28	12,01	67,75	10,36	6,49
	1994	6,01	5,96	8,60	15,34	14,40	44,40	10,00	8,43
Merca- dona	1990	5,37	4,97	3,49	33,14	4,09	-29,75	4,58	6,52
	1991	4,99	3,86	-1,02	16,60	-1,15	-126,44	14,35	4,31
	1992	5,91	5,74	3,77	34,38	4,23	-34,31	4,72	6,42
	1993	2,26	4,46	3,48	19,69	4,10	-22,00	6,06	5,35
Eroski	1991	n.d.	n.d.	n.d.	16,82	n.d.	n.d.	nd	nd
	1992	20,15	5,16	7,53	18,29	11,50	46,05	nd	6,49
	1993	n.d.	4,23	2,38	10,48	3,36	-43,76	nd	4,87
	1994	n.d.	3,59	2,05	9,94	2,86	-42,97	nd	4,19

Cuadro 3.13.: Rentabilidad y resultados financieros.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

Los indicadores de rentabilidad económica o de las inversiones (ROI) y de rentabilidad bruta de la actividad (Resultado bruto de explotación sobre ventas) muestran que los grandes almacenes poseen el activo más eficiente y operan en su actividad de explotación de la forma más eficaz; si bien al estar menos endeudados, su efecto apalancamiento amplificador es menor que en el resto de grupos estratégicos, lo que redunda en una menor rentabilidad financiera o rentabilidad para los accionistas (ROE).

La capacidad de los grandes almacenes e hipermercados para remunerar al total de los capitales invertidos, medida a través del cociente entre el resultado económico más el financiero y el total de recursos puestos a disposición de la

empresa para su actividad (esto es, el activo total), es mayor que la de los supermercados y cooperativas. También obtienen una mayor rentabilidad total, derivada del resultado económico y financiero, con los recursos de terceros puestos a disposición de la empresa para su actividad (fondos ajenos).

En relación con los **resultados financieros**, destaca el "cuantioso" beneficio financiero sobre el de explotación, característico de la actividad principal, obtenido por la empresa representativa de los hipermercados; y el reducido resultado financiero neto negativo sobre el resultado de explotación de los grandes almacenes. Lo cual, una vez más, refleja su eficaz y centralizada gestión de tesorería, así como la del resto de circulantes, entre los que figuran los elevados créditos de proveedores y el alargamiento de los plazos de pago a los mismos¹³¹. En el cuadro 3.13. se aprecia esa evolución favorable de la rentabilidad de los ingresos financieros sobre los activos que los generan: los financieros, cuya cuantía supera a la rentabilidad operativa o del "negocio típico" (calculada mediante el cociente entre el beneficio de explotación y los activos destinados a dicha actividad de la explotación).

En un análisis de la **solvencia** de estas empresas, conviene diferenciar la liquidez o solvencia a corto plazo de la solvencia a medio y largo (cuadro 3.14.).

¹³¹Es difícil inferir características de estas empresas al resto de empresas de sus grupos estratégicos. Por ejemplo, en el caso de los hipermercados, la salida a Bolsa de Pryca en 1991, generó un importante volumen de tesorería, lo que explica parcialmente su elevado nivel de ingresos financieros. Los más de 25.000 millones de tesorería generados como prima de emisión contribuyeron en un 38 por ciento a los resultados financieros obtenidos por la compañía en 1992, según estimaciones realizadas por Roland Berger.

<u>Solvencia</u> <u>CP y coef</u> <u>Banco</u> <u>España(%)</u>	AÑOS	Tesorería/ Pasivo exig.C.P	Tesor.+ derechos cobro/Pas exig.C.P	Activo circ./Pas. circulante	Capacidad autofin/ Pas.exig. C.P.	<u>Coeficien.</u> <u>de caja</u> % Caja/ R. Ajenos	<u>Coeficien.</u> <u>garantía</u> %R.Prop /A.Total	
El Corte Inglés	1990	18,00	76,97	141,87	28,13	15,33	48,39	
	1991	13,80	78,44	151,88	30,73	11,44	49,86	
	1992	12,60	81,78	159,82	28,54	10,10	52,38	
	1993	21,69	94,27	167,62	29,33	16,41	54,42	
	1994	14,18	82,65	154,88	27,86	10,50	54,00	
Pryca	1990	3,89	18,69	71,42	10,50	3,88	31,97	
	1991	4,09	16,01	66,93	14,74	4,08	28,67	
	1992	3,37	14,51	78,08	14,16	3,36	35,67	
	1993	3,10	11,54	80,45	15,13	3,08	36,39	
	1994	4,90	14,37	79,33	16,77	4,88	38,38	
Merca- dona	1990	6,34	22,58	57,12	13,87	5,78	13,31	
	1991	2,96	30,82	45,43	10,44	2,69	9,64	
	1992	2,28	18,65	34,89	14,54	2,11	9,48	
	1993	8,91	13,36	29,54	16,24	8,02	13,74	
Eroski	1991	13,69	29,34	50,20	n.d.	11,13	30,97	
	1992	14,27	36,43	55,94	n.d.	12,23	33,40	
	1993	16,36	33,84	56,23	14,58	12,96	28,07	
	1994	19,72	36,43	57,95	12,95	15,42	27,09	
<u>Solvencia</u> <u>L.P. (%)</u>	AÑOS	% Ctes Financ/ (BN+ C.Fina)	% Cap Autof/ RAjen	% Ctes Financ/ Capac Autof.	ATN/ R.Ajeno	F.Prop. /Inmov Neto	(FProp+ FAjLP)/ Inm.Net	(FProp+ FAjLP)/ Proveed..
El Corte Inglés	1990	14,79	23,96	11,04	1,9699	1,2514	1,4462	2,0396
	1991	18,61	25,48	14,02	2,0248	1,3187	1,5419	2,1368
	1992	25,09	22,88	18,45	2,1271	1,3170	1,5515	2,6028
	1993	26,85	22,19	20,81	2,2059	1,2802	1,5398	2,6976
	1994	21,75	20,62	16,09	2,1946	1,1306	1,3784	2,8531
Pryca	1990	1,60	10,45	0,91	1,5237	0,5994	0,6048	0,5473
	1991	1,29	14,69	0,70	1,4510	0,5306	0,5349	0,4954
	1992	6,89	14,12	4,29	1,6050	0,6924	0,6963	0,6876
	1993	5,89	15,07	3,50	1,6230	0,7185	0,7237	0,7164
	1994	4,62	16,77	2,84	1,6734	0,7268	0,7319	0,8004
Merca- dona	1990	36,80	12,51	24,06	1,1716	0,2377	0,3868	0,4257
	1991	79,91	9,48	75,53	1,1244	0,1522	0,2819	0,3314
	1992	43,11	13,42	20,65	1,1221	0,1330	0,2289	0,2972
	1993	42,39	14,62	16,06	1,1798	0,1773	0,2867	0,3656
Eroski	1991	n.d.	n.d.	n.d.	1,4486	0,4312	0,6107	0,7814
	1992	n.d.	53,02	n.d.	1,5270	0,4869	0,6232	0,9216
	1993	n.d.	11,55	n.d.	1,4115	0,4100	0,6252	1,0877
	1994	n.d.	10,13	n.d.	1,3942	0,4014	0,6328	1,0441

Cuadro 3.14.: Solvencia a corto y largo plazo.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

Los datos reflejan en primer lugar, una peor posición, tanto de tesorería o liquidez inmediata como de liquidez mediata, de los hipermercados para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo; siendo los grandes almacenes los más solventes según estos indicadores. Sin embargo, al utilizar como medida amplia de liquidez el fondo de rotación, se observa que los hipermercados adelantan en liquidez a los supermercados y cooperativas, acercándose a los más solventes: los grandes almacenes¹³². Los distintos grupos prácticamente se igualan en la "*ratio*" que mide la capacidad de autofinanciación sobre el pasivo circulante.

El cuadro 3.14. presenta "*ratios*" que pretenden evaluar tanto la coherencia entre los componentes activos y pasivos de mayor permanencia en el patrimonio empresarial, como la capacidad de la empresa para afrontar los costes derivados del endeudamiento. Por tales motivos pueden considerarse medidas aproximadas de riesgo o variabilidad de los resultados a medio y largo plazo. Los valores reducidos de la "*ratio*" Costes financieros sobre beneficio neto más costes financieros, reflejan en los hipermercados un reducido riesgo de que el resultado económico de estas empresas no pueda cubrir tales costes. A su vez, la elevada "*ratio*" Capacidad de autofinanciación sobre recursos ajenos en los supermercados y grandes almacenes da idea de su gran autonomía financiera, a medio plazo, frente al mercado o su posibilidad de amortizar sus deudas vía recursos generados por su propia actividad. La mayoría de las grandes empresas de distribución comercial poseen una enorme discrecionalidad para asignar sus recursos generados, reflejada a través de los valores pequeños de la "*ratio*" Costes financieros/capacidad de autofinanciación.

Finalmente, los tres últimos indicadores estructurales de solvencia expuestos en el cuadro 3.14. sintetizan en este tipo de empresas, a excepción de El Corte Inglés, una posición de "insolvencia" a medio y largo plazo, sobre todo en las cadenas de supermercados, ya que su financiación permanente no cubre su inmovilizado neto y supera la financiación procedente de proveedores.

En este sentido, si se impusieran a estas empresas los mismos requisitos legales de liquidez y solvencia que el Banco de España exige a las entidades

¹³² Los "días de caja" también aproximan la liquidez o solvencia a corto plazo de la empresa. Éstos ya han sido calculados en el apartado 2.2. de este trabajo.

financieras, la mayor parte de las empresas del sector de la distribución comercial tendrían dificultades para cumplirlas, sobre todo las cadenas de supermercados y los detallistas españoles más pequeños (cuadro 3.14.)¹³³. De una muestra de 482 empresas del sector de la distribución comercial, 100 empresas incumplirían el coeficiente legal de caja impuesto por el Banco de España para las entidades financieras, en el ejercicio 1993, lo cual supone un porcentaje de incumplimiento del 20,75 por ciento. Del mismo modo, el coeficiente de solvencia que el Banco impone a las entidades financieras sería incumplido en dicho ejercicio, por un total de 83 compañías, equivalente al 17,22 por ciento (Anexo 3.3.).

Las grandes empresas españolas de distribución comercial, ocupaban en 1993 mejores posiciones en el “*ranking*” de las 482 empresas del sector, por coeficiente de garantía o solvencia que por coeficiente de caja (Anexo 3.3.)¹³⁴. Lo cual confirma, una vez más, su eficaz gestión de tesorería, puesto que a pesar de tener unas cuantiosas entradas de caja diarias, su volumen de disponible y sus “días de caja” son relativamente reducidos (cálculos realizados en el apartado 2.2.).

El análisis de solvencia comparado de empresas de distribución comercial y entidades financieras se justifica por la “similitud” en cuanto a algunos aspectos de las estructuras económico-financieras y resultados de ambos tipos de empresas. En el “*ranking*” de las 500 mayores empresas del sector servicios en España, por cifra de negocios en 1994¹³⁵, las grandes empresas de distribución con trascendencia a nivel nacional (El Corte Inglés, Pryca, Continente, Alcampo, Eroski, Mercadona, y Dia)¹³⁶ se situaban dentro de los 23 primeros puestos, junto con los grandes bancos

¹³³ La legislación exige a las entidades financieras un coeficiente legal de caja (esto es, saldos en cuenta corriente en el Banco de España/total depósitos) al menos igual al 2 por ciento (O.M. de 26-12-1983 modificada por las C.B.E. n° 5 de 30-1-92, n° 6 de 28-2-92 y n° 10 de 26-5-92). Y un coeficiente de garantía o solvencia (Recursos propios/activos de riesgo) no inferior al 8 por ciento (Real Decreto 1343/92).

¹³⁴ En la mayor parte de estas empresas, sus posiciones diferían en uno y otro “*ranking*”, aproximadamente entre 150 y 200 puestos (Anexo 3.3.).

¹³⁵ Fuente: “*Ranking* de las 500 mayores empresas de servicios”, *Actualidad Económica*, 25 sept. 1995: 65-80.

¹³⁶ El volumen total de ventas del agregado formado por estas siete grandes empresas españolas de distribución comercial fué de 2.842.513 millones de pesetas, en el ejercicio 1994.

y cajas de ahorros de ámbito nacional (Banco Santander, BBV, BCH, Argentaria, La Caixa, Cajamadrid y Banco Popular)¹³⁷. De mismo modo, empresas comerciales de implantación regional (Supermercados Sabeco, Grupo Unigro, Tragoz y Autoservicios Caprabo, por ejemplo) aparecían en el “*ranking*” junto a las entidades financieras de ámbito regional (Caja Castilla La Mancha, Barclays Bank, Grupo Banco Zaragozano o Caja de Salamanca y Soria), dentro de las posiciones 64 a 86 de la citada relación de empresas de servicios. El cuadro 3.15. muestra algunos indicadores económico-financieros de ambos agregados, a través de los cuales se aprecian algunas características comunes, como por ejemplo, los elevados coeficiente de endeudamiento y rentabilidad financiera (ROE). Sin embargo, las grandes empresas de distribución comercial cumplen más holgadamente los coeficientes de caja y solvencia impuestos por el Banco de España, obtienen una mayor rentabilidad económica (ROI) y recurren en mayor medida a la autofinanciación que las entidades bancarias.

AÑO 1993	Coef.Caja Banco de España ¹³⁸	Coef.Garan Banco de España ¹³⁹	R.Ajenos/ Tot.Pasivo	Reservas/R Propios	ROI= BAIL/ ATN	ROE= BN/RP
Grandes empresas de distr. comercial	9,6031	40,6931	57,9713	73,0470	5,6204	11,9609
Grandes Bancos y Cajas de Ahorros	2,1816	8,0503	92,9963	34,9101	1,5850	10,8354

*Cuadro 3.15.: Grandes empresas de distribución comercial y grandes entidades financieras*¹⁴⁰.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

¹³⁷ Estas siete grandes entidades financieras alcanzaron en su conjunto unos ingresos por su actividad principal de 5.652.270 millones de pesetas, en 1994.

¹³⁸ Coeficiente de Caja (%) = Cuentas en Banco España/Total depósitos (O.M. de 26-12-1983 modificada por las C.B.E. nº 5 de 30-1-92, nº 6 de 28-2-92 y nº 10 de 26-5-92). Aproximación realizada para las empresas no financieras: Coeficiente de caja (%) = Caja/Recursos Ajenos.

¹³⁹ Coeficiente de garantía (%) = R. Propios/Activos de riesgo ponderados (Real Decreto 1343/92). Aproximación realizada para las empresas no financieras: Coeficiente de garantía (%) = Recursos Propios/Activo Total.

¹⁴⁰ Grandes empresas de distribución comercial: El Corte Inglés, Pryca, Continente, Alcampo, Eroski y Mercadona. Grandes Bancos y Cajas de Ahorros: Banco Santander, BBV, BCH, Argentaria, La Caixa, Cajamadrid y Banco Popular.

3.4.5. Crecimiento financieramente sostenible.

Conforme a todo lo antedicho, las grandes empresas españolas de distribución comercial mantienen un modelo de crecimiento financieramente sostenible, en cuanto que financian gran parte de la expansión de sus actividades con el propio beneficio generado por sus activos.

El resultado de la siguiente ecuación integrada de "ratios" indica la expansión de las empresas que depende de su propia evolución o la proporción de su activo que se puede financiar con sus recursos propios:

$$\frac{B^{\circ} \text{ Retenido}}{R. \text{ Propios}} = \frac{Vtas.}{ATN} \times \frac{B^{\circ} \text{ Neto}}{Vtas} \times \left(1 - \frac{\text{Divid.}}{B^{\circ} \text{ Neto}}\right) \times \frac{ATN}{R. \text{ Propios}} =$$

$$= \left(1 - \frac{\text{Divid.}}{B^{\circ} \text{ Neto}}\right) \times \frac{B^{\circ} \text{ Neto}}{R. \text{ Propios}} = \text{Coef. de retención} \times \text{ROE}$$

	AÑOS	B.Retenido/ R.Propios	Vtas/ATN	B.Netos/ Vtas	1 - $\frac{\text{Divid.}}{B^{\circ} \text{ Neto}}$	ATN/ R.Propios	B.Netos/ R.Prop.
El Corte Inglés	1991	0,1502	1,8869	0,0409	0,9704	2,0058	0,1548
	1992	0,1085	1,8153	0,0326	0,9591	1,9092	0,1131
	1993	0,0988	1,6793	0,0340	0,9428	1,8375	0,1048
	1994	0,0936	1,5797	0,0344	0,9287	1,8519	0,1007
Pryca	1990	0,0816	1,1087	0,0348	0,6755	3,1279	0,1207
	1991	0,1326	1,8150	0,0299	0,7006	3,4883	0,1893
	1992	0,0992	1,6598	0,0308	0,6924	2,8038	0,1432
	1993	0,0981	1,6660	0,0312	0,6873	2,7481	0,1428
	1994	0,1009	1,6789	0,0351	0,6578	2,6053	0,1534
Mercadona	1992	0,3438	2,4414	0,0134	1	10,5473	0,3438
	1993	0,1969	2,8490	0,0095	1	7,2791	0,1969

Cuadro 3.16.: Crecimiento sostenible.

Fuente: Informes anuales de gestión y elaboración propia.

Este crecimiento de carácter financieramente autónomo por parte de las grandes empresas de distribución comercial, en la hipótesis de constancia de sus políticas de dividendos, se explica principalmente (véanse las "ratios" que integran la expresión anterior y el cuadro 3.16.) por la eficiencia económica que alcanzan, especialmente las cadenas de supermercados (medida a través de la rotación de sus

activos, esto es, Ventas Netas/Activo Total Neto), por el efecto "palanca" del elevado endeudamiento (Activo Total Neto/Recursos Propios) y por el importante coeficiente de retención de beneficios que mantienen; dado que sus márgenes netos (Beneficio Neto/Ventas Netas) son relativamente reducidos. De esta manera, pueden financiar, en media anual, hasta el 10,25 (Pryca); 11,28 (El Corte Inglés) y 27,04 por ciento de sus activos con recursos generados internamente.

3.4.6. Las grandes empresas españolas de distribución comercial en perspectiva comparada internacional.

En este epígrafe se realizará un análisis comparado de las pautas de comportamiento financiero diferenciado de las grandes empresas españolas y europeas de distribución comercial, verificando comportamientos análogos y/o diferentes entre ellas.

Para establecer esta comparación internacional se tendrán en cuenta los recientes informes publicados por la consultora Roland Berger (1994, 1995), sobre el sector de la distribución comercial alimentaria en Europa y se usará básicamente la metodología de análisis financiero tradicional basado en "ratios", centrándonos específicamente en los aspectos de mayor trascendencia para la actividad financiera de este tipo de empresas¹⁴¹.

Estructura y funcionalidad del capital económico.

Las compañías españolas, y especialmente las líderes, están realizando un intenso esfuerzo inversor, superior al promedio europeo y ajeno a las negativas expectativas que afectaron durante 1992 a la economía española. Este intenso

¹⁴¹ Las muestras analizadas en los distintos países están formadas por las empresas de distribución comercial líderes en cada país según su cuota de mercado nacional en el año 1992 (CMN). En España se estudiaron 20 compañías que representaban el 20 por ciento de las ventas de alimentación en España. En los análisis comparados se consideraron el agregado total de las 20 empresas analizadas, el agregado de las 5 compañías líderes (Eroski, Hipercor, Alcampo, Continente, Pryca) y el agregado del resto de empresas (15 empresas pertenecientes al estrato de la "moderna" distribución). En el Reino Unido, 3 empresas: Sainsbury's (CMN = 12,1%), Tesco (11,2%) y Argyll (7,4%). En Alemania, 4 compañías: Asko (4,4%), Rewe (1,6%), Edeka (2,8%) y Massa (1,2%). En Francia, 4 empresas: Carrefour (10,2%), Promodès (9,1%), Casino (7,2%) y Docks de France (3,3%). En otros países, 5 empresas: Ahold (Holanda, 7,9%), Rinascente (Italia, 5,2%), Standa (Italia, 4,6%), Delhaize (Bélgica, 5,4%) y Gib (Bélgica, 9,5%).

proceso de inversión, medido a través de las inversiones respecto del total de ventas -cuadro 3.17.-, unido a un elevado margen de explotación sobre el margen comercial permite a los detallistas españoles fortalecer su posición en el mercado -gráfico 3.20.-.

En relación con algunos países de la UE, se aprecia que las empresas españolas destinan sus inversiones a la ampliación y modernización de instalaciones más que a la reposición de activos, lo cual, resulta coherente con la mayor "juventud" de estas empresas, y confirma sus estrategias de expansión -cuadro 3.17.-.

1992	Países Bajos	Francia	Reino Unido	Alemania	España
Inversión para reposición (%) *	47,5	86,7	18,7	50,1	32,6
Nueva inversión (%) *	52,5	13,3	81,3	49,9	67,4
Esfuerzo inversor (%) *	4,2	2,5	8,3	2,8	7,4

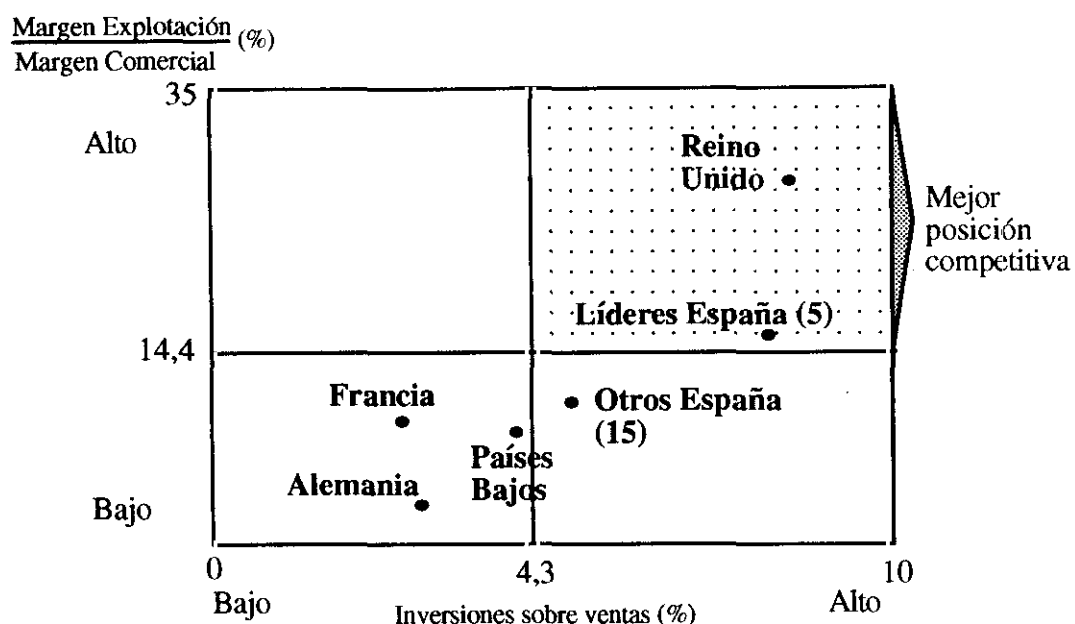
* Tasa de inversión para reposición (%) = Amortización del ejercicio / Inversiones ejercicio

Nueva inversión (%) = 100 - Tasa de inversión para reposición

Esfuerzo inversor (%) = Inversiones del ejercicio / Ventas del ejercicio

Cuadro 3.17.: Destino de las inversiones de la distribución española y europea, 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.



- Promedio ponderado por grupos

Gráfico 3.20.: Inversión y productividad de la distribución española y europea, 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.

Estructura financiera.

La gran distribución europea posee, en promedio, una menor financiación a corto plazo sin coste explícito, que con la española.

En 1992, la financiación permanente no cubría el inmovilizado de 14 grandes empresas europeas de las 16 estudiadas. Por su parte, ni las cinco empresas líderes españolas, ni 12 empresas de las otras 15 compañías españolas analizadas disponían de una financiación permanente suficiente para cubrir su inmovilizado.

En relación con el peso de los proveedores sobre los recursos permanentes, en cuatro de las cinco compañías líderes españolas y en 13 del resto de empresas españolas incluidas en la muestra, se superaban tales recursos a largo; mientras que tan sólo 7 de las 16 grandes empresas europeas estaban en la misma situación. Lo

cual evidencia una menor financiación sin coste explícito en la distribución europea frente a la española.

Cobertura del capital económico y riesgo.

En el estudio comparado europeo en 1992, las 20 empresas españolas de distribución comercial analizadas tenían una mayor cobertura del inmovilizado con fondos propios que las empresas de distribución del resto de países europeos (Francia, Alemania, Países Bajos e Italia), si se exceptúa el Reino Unido (cuadro 3.18.).

	Prome- dio pon- derado	Reino Unido	España	Países Bajos	Italia	Francia	Alemania
Fondos Propios/ Inmov. Neto (%)	51,9	71,1	52,8	51,2	49,3	39,4	18,5

Cuadro 3.18.: Cobertura del inmovilizado de la distribución española y europea, 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.

En relación con el riesgo de posible insolvencia a corto plazo, todos los países europeos analizados operaban en 1992 con fondos de maniobra negativos; presentando los mayores valores España y el Reino Unido. Sin embargo, la distribución española poseía una liquidez inmediata similar a la de otros países europeos (la relación entre tesorería disponible y exigible total a corto plazo era del 25 por ciento en España y del 22,6 por ciento en el promedio europeo) y mejor que países como Francia (15,6 por ciento) o los Países Bajos (15,8 por ciento).

Del mismo modo, en el análisis de la solvencia a largo plazo de estas empresas, la gran distribución española presentaba en 1992 un mayor coeficiente de solvencia que la europea (a excepción de las empresas británicas), equiparable al de otros sectores productivos españoles; y una menor "ratio" de endeudamiento (Recursos Ajenos/ Recursos Propios) (cuadro 3.19.).

(%)	Prome- dio pon- derado España	Emp. Españ. No financ	Líderes España	Otros España	Países Bajos	Francia	Italia	Reino Unido	Alemania
R.Prop./Activo Total	30,3	37,7	32,1	22,0	28,9	20,2	17,4	57,0	8,7
RA/R.Propios	2,3	1,6	2,1	3,5	2,4	3,9	4,7	0,7	10,4

Cuadro 3.19.: Solvencia y endeudamiento de la distribución española y europea, y de las empresas españolas no financieras, 1992.

Fuente: Roland Berger y CB/BE.

Rentabilidad y resultados financieros.

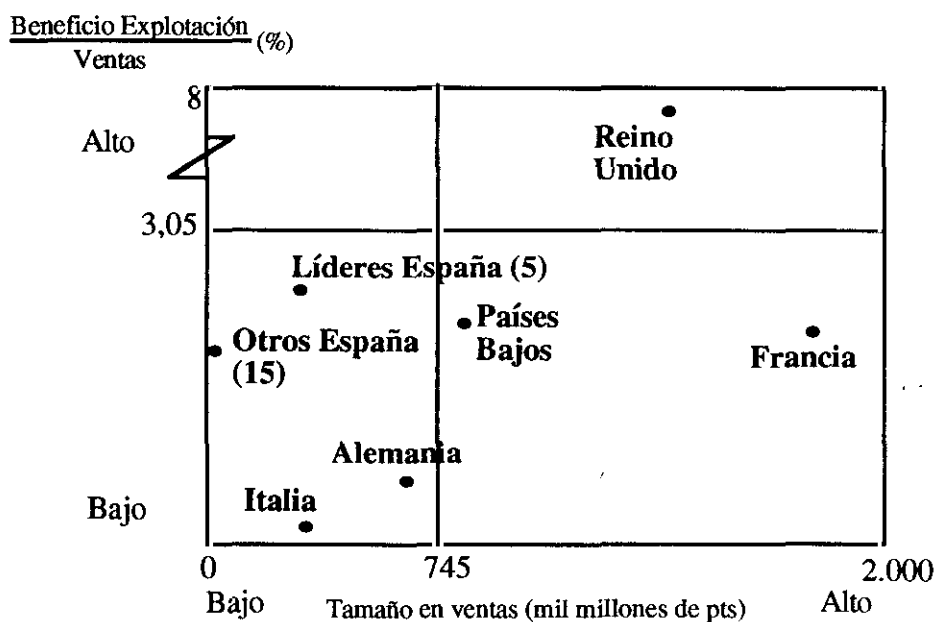
Al comparar los niveles de rentabilidad de explotación de las empresas de distribución comercial españolas con las europeas, se aprecia que, a pesar de que el tamaño medio de las compañías líderes españolas era, en 1992, tres veces inferior al de la media europea¹⁴², sus rentabilidades eran muy similares (cuadro 3.20. y gráfico 3.21.). De hecho, a excepción del Reino Unido, cuyos parámetros de mercado son distintos -principalmente porque sus márgenes, precios de compra y precios de venta son elevados-, la distribución española obtiene mejores resultados que la de Francia, Alemania o los Países Bajos. Esos mejores niveles de rentabilidad tienen su origen en la alta productividad operativa que obtiene el modelo de gestión aplicado por las compañías españolas, que redunda en mejores valores tanto en indicadores de productividad de la plantilla, como ventas o "cash-flow" por empleado (un 24 por ciento superior al promedio europeo, para este último), como en "ratios" de productividad por establecimiento (un 100 por ciento superiores) o por metro cuadrado de superficie comercial (cuadro 3.21.). Esta elevada productividad operativa, permite a las empresas españolas conseguir obtener niveles de rentabilidad incluso superiores a los europeos, manteniendo los márgenes brutos más bajos de Europa y unos márgenes netos similares (cuadro 3.22.).

¹⁴² Si se mide el tamaño por volumen de ventas, en 1992, el promedio ponderado de la muestra de empresas analizadas por Roland Berger alcanzó un montante de ventas de 745 miles de millones de pesetas; las empresas líderes españolas facturaron 244 miles de millones, el resto de empresas españolas 19, las italianas 323, las alemanas 683, las francesas 1770, las del Reino Unido 1386, y las de los Países Bajos 792 miles de millones de pesetas (Roland Berger, 1995).

(%)	Líderes en España	Otros España	Europa total	Europa sin U.K.
Rendimiento de fondos propios	15,7	20,1	21,7	20,0
Rendimiento de fondos ajenos	8,5	7,3	8,8	3,4
ROI	5,8	5,7	6,1	2,8
B° Explot/Vtas	2,6	1,7	3,0	1,6

Cuadro 3.20.: Rentabilidad de la distribución en 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.



- Promedio ponderado por grupos

Gráfico 3.21.: Tamaño y rentabilidad de la distribución española y europea, 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.

(miles de pts.)	Ventas/ Empleado	Cash- Flow/ Empleado	Valor añadido/ Empleado	Ventas/ Establec.	Cash- Flow/ Establec.	Ventas por metro cuadrado	Cash- Flow por metro cuad
España (20)	26.310	1.212	3.507	1.661	76.541	969	45
Europa (16)	24.483	977	3.980	846	33.797	722	29
Diferencia	+7 %	+24 %	-13 %	+49%	+55,8%	+25,5%	+35,5%

Cuadro 3.21.: Productividad de la plantilla y de la superficie comercial de la distribución en 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.

(%)	Prome- dio pon- derado	Reino Unido	Líderes España	Otros España	Países Bajos	Italia	Francia	Alemania
Margen Neto	3,05	7,5	2,6	1,7	2,1	0,1	2,0	0,4
Margen Bruto	21,4	26,5	17,2	17,9	24,4	27,9	18,9	21,4

Cuadro 3.22.: Margen bruto y neto de la distribución en Europa, en 1992.

Fuente: Informes de gestión, Roland Berger, S.A.

En un análisis comparativo de los resultados financieros de las empresas de distribución comercial a nivel europeo, se aprecia que éstos son más importantes en España, fundamentalmente en las grandes empresas. El resultado financiero de los líderes de la distribución española fué, en 1992, el 14,5 por ciento de los beneficios antes de impuestos y el 16,9 por ciento de los resultados de explotación, siendo en Europa de -7,8 por ciento (sólo Italia y el Reino Unido presentaron resultados financieros positivos, el 900 y el 4,8 por ciento de sus resultados de explotación respectivamente)¹⁴³.

3.4.7. Diagnóstico sintético del análisis.

Las grandes empresas españolas de distribución comercial están llevando a cabo un intenso proceso de inversión, superior al de las empresas europeas, debido principalmente a la etapa más incipiente en la que se encuentran dentro de su ciclo de vida. Este proceso de expansión se acentúa en los supermercados y cooperativas.

La fase de crecimiento de las grandes empresas españolas explica su moderno inmovilizado material, los escasos recursos que destinan a la amortización y en consecuencia, una enorme discrecionalidad para asignar sus recursos generados, sobre todo los grandes almacenes e hipermercados.

Además, y al propio tiempo, estas empresas incrementan sus inversiones financieras, ya sean a largo (principalmente, los grandes almacenes y

¹⁴³ La diferencia en los tipos de interés en España y Europa (13,3 por ciento frente al 10,7 por ciento en 1992) tuvo una incidencia significativa en el mayor peso de los resultados financieros de las empresas líderes españolas.

supermercados) o a corto plazo (en mayor medida, los hipermercados) aumentando, de este modo, sus actividades financieras. El desarrollo de este tipo de actividades se explica, en parte, por el elevado endeudamiento a corto plazo sin coste explícito característico de sus estructuras financieras -sobre todo los grandes super e hipermercados-, que consiguen gracias a su posición comercial dominante frente a sus proveedores, y que supera al de la distribución europea. De ahí que, debido a su eficaz gestión de tesorería, los ingresos y resultados financieros de las empresas españolas de distribución comercial sean más importantes que en las europeas, fundamentalmente en las grandes compañías.

Llevan a cabo decididas políticas de autofinanciación motivadas por su escaso endeudamiento con coste explícito y sus estructuras concentradas de la propiedad características de la empresa familiar y del control extranjero, que permiten desarrollar políticas de dividendos más restrictivas. En este sentido, aplican un modelo de crecimiento financieramente sostenible, en cuanto que financian gran parte de su expansión de actividades con el propio beneficio generado por sus activos.

La alta productividad operativa que obtiene el modelo de gestión aplicado por las compañías españolas explica que obtengan rentabilidades muy similares a las grandes empresas europeas de distribución comercial. Los grandes almacenes son los que alcanzan una mayor eficiencia en la utilización de su activo fijo, siguiéndoles muy de cerca los supermercados y los hipermercados, con una evolución muy favorable en todos ellos. Del mismo modo, la eficaz gestión de sus recursos financieros y humanos se refleja en su estructura reducida de costes financieros y de personal, respectivamente; sobre todo en los hipermercados.

Los grandes almacenes obtienen, en general, una mayor rentabilidad económica, debido, principalmente al mayor margen bruto de beneficio por unidad vendida que consiguen al ofrecer una mayor diferenciación de sus productos y servicios, y en menor medida, al operar con una mayor eficiencia empresarial. Sin embargo, el efecto "palanca" amplificador del elevado endeudamiento de las cooperativas, hiper y supermercados, sobre su menor rentabilidad económica, produce una rentabilidad financiera que alcanza a la de los grandes almacenes.

En el análisis de la solvencia de estas empresas, los hipermercados tienen una peor posición frente a los grandes almacenes, tanto de tesorería como de liquidez mediata, aunque similar a la de otros países europeos. Sin embargo, usando como medida amplia de liquidez el fondo de rotación, se observa que los hipermercados adelantan en liquidez a los supermercados y cooperativas, acercándose a los más solventes: los grandes almacenes; si bien se sitúan, en general, por debajo de las empresas europeas.

Finalmente, a excepción de El Corte Inglés, la posición de solvencia a medio y largo plazo en estas empresas, sobre todo en las cadenas de supermercados, es débil; aunque presentan un coeficiente de solvencia mayor que las grandes empresas europeas, como consecuencia de una mayor cobertura de su inmovilizado con fondos propios. Por otro lado, la capacidad de autofinanciación sobre el pasivo exigible circulante en los diversos grupos de empresas de distribución comercial españolas da idea de su gran autonomía financiera.

4: MODELOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCION COMERCIAL ESPAÑOLAS DURANTE EL PERIODO 1989-94.

4.1. INTRODUCCIÓN.

El objetivo último de esta investigación consiste en determinar, caracterizar y contrastar la posible existencia de un modelo diferenciado de comportamiento financiero de las grandes empresas de distribución comercial; al objeto de precisar tanto las actividades, internas y externas, que lo definen, como evaluar su contribución al proceso de desintermediación en el sistema financiero, y ponderar su incidencia en los resultados empresariales del sector.

En primer lugar, después de determinar la muestra, el período temporal y los datos utilizados en las estimaciones y contrastaciones de los modelos propuestos, se identificarán las variables explicativas de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial, partiendo de los análisis descriptivos desarrollados a lo largo de esta tesis doctoral y utilizando modelos econométricos de respuesta cualitativa para su determinación. Estos modelos, sobre una base de información económico-financiera de una muestra representativa de las empresas españolas del sector de la distribución comercial, identifican qué variables independientes explican una variable dependiente dicotómica (actividad financiera o no, en nuestro caso), estableciendo, de este modo, una clasificación de las empresas de la muestra objeto de estudio en dos grupos: las que desarrollan actividad financiera y las que no. Partiendo de los datos agregados de las grandes empresas españolas de distribución comercial según la CBBE, se contrastará y validará dicho modelo para este tipo de empresas, durante una serie temporal de seis años (período 1989-94), evaluando su contribución al proceso de desintermediación en el sistema financiero, su incidencia en las macromagnitudes monetarias y su repercusión en los resultados empresariales.

Posteriormente, utilizando la misma metodología, se determinará y validará un modelo que interrelacione las distintas decisiones reales de las empresas de distribución comercial con sus decisiones financieras¹.

A continuación, se expone un esquema sobre los fundamentos teóricos de un posible modelo de comportamiento financiero que sintetice las diversas interrelaciones (véase el gráfico 4.1.):

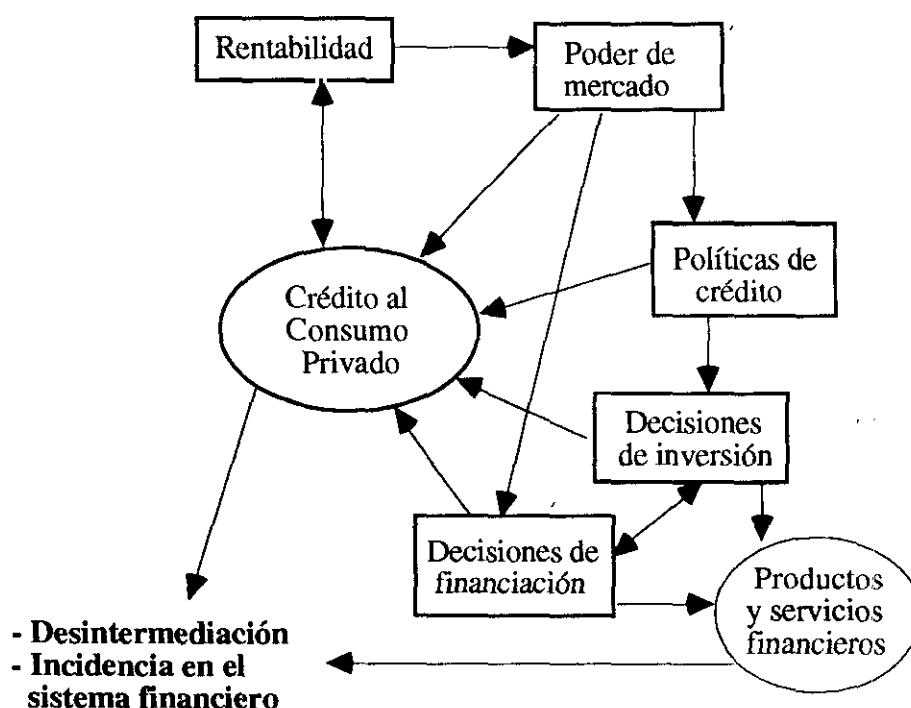


Gráfico 4.1.: Interrelaciones entre las variables explicativas del comportamiento financiero de las grandes empresas de distribución comercial.

Fuente: Elaboración propia.

¹ Véase el apartado 2.4.2. "Interrelaciones entre las decisiones financieras de las grandes empresas de distribución comercial", que recoge el modelo teórico de interrelaciones que se estimará y verificará en este capítulo.

Las grandes empresas de distribución comercial pueden empezar a desarrollar distintas facetas del negocio financiero, incluyendo la concesión de financiación al consumo privado, a medida que alcanzan una dimensión relativa empresarial determinada ("masa crítica"). El proceso actual de concentración del sector contribuye al incremento de dicho tamaño relativo, así como al de su poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, de los que consiguen mayores aplazamientos de pago.

De este modo, el poder de mercado de las grandes empresas de distribución comercial condiciona sus políticas de crédito y sus decisiones de inversión y de financiación. Más concretamente, financian su expansión (decisiones reales) con los créditos de provisión, los cuales, al propio tiempo, les permiten llevar a cabo "inversiones crediticias", esto es, conceder créditos al consumo, que estimulan sus ventas y generan una rentabilidad que supera su coste del capital.

Igualmente, sus activos financieros (tesorería e inversiones financieras temporales, principalmente) superan los considerados "necesarios"². A su vez, la rentabilidad de sus inversiones se sitúa por encima de su coste del capital, calculado como media ponderada del coste aparente de sus recursos ajenos (con y sin coste explícito) y del coste de sus recursos propios.

Sus políticas de autofinanciación y de financiación sin coste explícito condicionan sus saldos de "clientes" y los posibles medios de pago o tarjetas de compra que emiten -reflejos ambos de sus decisiones de crédito al consumo- y posibilitan sus estrategias de diversificación hacia la producción y comercialización de productos y servicios financieros.

De esta forma, el crédito al consumo es un tipo de inversión que se interrelaciona con las políticas de financiación de estas empresas, condiciona su rentabilidad e incide en el proceso actual de desintermediación de las entidades de depósito. Finalmente, el ciclo de interrelaciones se completa con el efecto que

² Se considera como nivel "necesario" de tesorería aquél que cubre todos los gastos que suponen pagos durante el ejercicio más un nivel de seguridad.

produce la rentabilidad de estas empresas -vía crecimiento sostenible, “ratio” de endeudamiento y margen sobre ventas- sobre el continuo incremento de su poder de mercado y con la relación recíproca entre su rentabilidad y sus políticas de crédito al consumo, dado que son las empresas más rentables las que pueden desarrollar este tipo de políticas.

4.2. FUENTES DE INFORMACIÓN Y BASES DE DATOS.

4.2.1. Sistematización de las fuentes de información y bases de datos.

En la elaboración de este trabajo se han estudiado las distintas fuentes de información posibles, para llevar a cabo la determinación, contrastación y validación de modelos de comportamiento financiero de las empresas españolas de distribución comercial.

Para la estimación de los modelos econométricos propuestos en esta investigación se requiere información desagregada de las empresas. Los datos individuales de las empresas del sector utilizados en la cuantificación de las distintas variables incluidas en los modelos, se basan fundamentalmente en sus estados contables anuales y otras informaciones públicas, obtenidos a partir de las siguientes fuentes de información³:

a) Las cuentas anuales de una muestra de 583 empresas españolas de distribución comercial correspondientes a los ejercicios 1992 y 1993, depositadas en el Registro Mercantil. Sin embargo, no se han conseguido las cuentas anuales de ambos ejercicios de todas las empresas de la muestra, dado que tienen obligación de presentarlas en el Registro dentro del mes siguiente a su aprobación, es decir, habitualmente durante el mes de julio del año siguiente al que se refieren

³ Debemos tener en cuenta que se parte de una posición de notable falta de información general sobre el mundo de la distribución, dado el elevado número de empresas que componen este sector, y lo que aumenta el coste de mantener una información actualizada sobre el mismo y limita su operatividad. De ahí que se hayan consultado diversas fuentes alternativas de información en esta investigación.

las cuentas (arts. 329 y 336 del Reglamento del Registro Mercantil de 1989) y además, algunas prefieren incumplir sus obligaciones registrales, teniendo en cuenta el atenuado régimen sancionador actual por tales omisiones⁴.

b) La revisión sistemática de los informes de gestión anuales y otro tipo de documentación publicada por las propias empresas. El principal inconveniente de este tipo de información es su difícil acceso; en este caso se les ha solicitado directamente a las empresas por correo, realizándose un seguimiento posterior telefónico y por fax. Aún así, de un total de 80 empresas del sector, tan sólo han contestado favorablemente 10 empresas⁵.

c) El estudio de los informes sobre las empresas del sector que cotizan en bolsa, realizados por diversas sociedades de valores (Beta Capital, FG Sociedad de Valores y Bolsa, Nebursa S.V.B, Safei y BBV Interactivos). El principal inconveniente de esta fuente de información es que actualmente cotizan tan sólo tres empresas españolas del sector de la distribución comercial: Continente, Pryca y Cortefiel.

d) Información pública sobre las empresas del sector que cotizan en bolsa, que está disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al igual que la anterior fuente de información, sólo hace referencia a las tres empresas españolas del sector que cotizan en bolsa.

⁴ "El incumplimiento ... dará lugar a la imposición de una multa a la sociedad por importe de doscientas mil a dos millones de pesetas por cada año de retraso en el incumplimiento de la obligación de depósito ... Las infracciones a que se refiere este artículo prescribirán a los tres años" (art. 221, Texto refundido de la ley de sociedades anónimas de 22/12/1989). Este artículo ha sido recientemente modificado por la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 23/3/1995, en su disposición adicional segunda, que aún sin modificar las cuantías de las multas ni la duración del período de prescripción, aclara que la determinación de la sanción se hará atendiendo a la dimensión de la sociedad; añadiéndose una nueva sanción: "el incumplimiento ... dará lugar a que no se inscriba en el Registro Mercantil documento alguno referido a la sociedad mientras el incumplimiento persista....", y contemplando una reducción del cincuenta por ciento de la sanción, así como su imposición en grado mínimo, si los documentos se depositan con anterioridad a la iniciación del procedimiento sancionador.

⁵ El Corte Inglés, Pryca, Continente, Mercadona, Cortefiel, Caprabo, Sabeco, Eroski, Gadisa y Alcampo.

e) Información económico-financiera sobre las empresas del sector publicada en los Anuarios Financieros de la Distribución (*IBD Book's 93, 94 y 95*) referente a los ejercicios 1990, 1991, 1992 y 1993, que elabora la empresa Internacional Base de Datos, S.A. (Barcelona).

f) También se han consultado los datos empresariales recogidos en informes elaborados por organismos públicos. Es el caso de *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias (1991)* y *Las empresas españolas en las fuentes tributarias (1991)* publicados por el Instituto de Estudios Fiscales del Ministerio de Economía y Hacienda en 1994, que adolecen del inconveniente del desfase de tres años entre la fecha de publicación y la información a la que se refieren. Por su parte, el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo elabora un anuario de las empresas industriales, inicialmente llamado *Las grandes empresas industriales en España*, y que a partir de 1991 cambió su denominación por la de *Las empresas industriales en España*.

g) La realización de una encuesta telefónica a las empresas españolas de distribución comercial de la muestra final considerada en el análisis (155 empresas), sobre la posesión o no de tarjeta propia de compra a crédito para sus clientes y la realización de negocios financieros distintos de su actividad principal.

h) Finalmente, la consulta de los Directorios, anuarios, números monográficos o *rankings* sobre las mayores empresas españolas, que recogen la información económico-financiera más relevante de las mismas, y son elaborados por diversas revistas económicas y/o empresas consultoras, y que se suelen publicar normalmente durante los meses de octubre, noviembre o diciembre del año siguiente al que se refiere la información. En este sentido, se han consultado:

h.1) *Actualidad Económica*: "Las 2.000 empresas españolas de mayores ventas". Incluye datos de ventas, empleados, domicilio, presidente y teléfono de cada empresa.

h.2) *Dinero*: "Las 2.500 mayores empresas". Incluye datos de ventas, plantilla, beneficio neto, recursos propios, inversiones, valor añadido y

“cash flow” de cada empresa -aunque falta información de alguno de los conceptos en alguna empresa-. Se realiza con la colaboración de Fomento de la Producción.

h.3) *Dun & Bradstreet*: esta empresa elabora unos directorios de empresas con diversa información sobre las mismas.

h.4) *Fomento de la Producción*: “*Ranking*” de las 213 mayores empresas del sector de la distribución comercial, mostrando datos de ingresos de los dos últimos ejercicios, plantilla, beneficio neto, recursos propios, inversiones, valor añadido, “cash flow” del último ejercicio, domicilio, teléfono, fax, actividades que desarrolla, distribución del capital y miembros de la Dirección. Sin embargo, de algunas empresa falta información referida a estos indicadores.

h.5) *Mercado*. “*Ranking*” de las 500 mayores empresas españolas, con sus datos sobre el sector, ventas, “cash-flow”, beneficio neto, valor añadido, financiación total, exportaciones, plantilla, recursos propios e inmovilizado neto total.

h.6) *Nueva Empresa*. Igualmente, en noviembre de cada año, publica un “*ranking*” de las 3.000 primeras empresas españolas, mostrando sus datos de facturación, beneficios netos, “cash-flow”, recursos propios y empleados del año anterior al de publicación.

h.7) *El País, Negocios* (27-11-1994 y en 1995): “Las Mayores Empresas Españolas en 1993” ofrecía un “*ranking*” de las 250 mayores empresas no financieras españolas (en cuanto a volumen de ingresos totales). Los datos económico-financieros que se incluyen son: ingresos totales, costes de ventas, excedente bruto de explotación, gastos de personal, gastos generales, resultado bruto de explotación, amortizaciones, resultado neto de explotación, gastos financieros netos, beneficio ordinario, beneficio neto, dividendo repartido, capital social, recursos propios, inmovilizado neto total, activo total, “cash flow” neto, porcentaje de tesorería, liquidez,

autonomía, solvencia, cobertura, rentabilidad financiera, rentabilidad económica, endeudamiento, rentabilidad de ventas, margen bruto y rotación del activo, así como plantilla, facturación por empleado, beneficio neto por empleado y compañía auditora de sus cuentas anuales.

h.8) *“Rating”*, *El Nuevo Lunes*: También elabora periódicamente un *“ranking”* de empresas recogiendo diversa información económico-financiera de las mismas, así como una calificación de las mismas, basada en una metodología propia, que atiende a variables de crecimiento (tasa de variación del activo real, de los recursos propios y de los ingresos), de rentabilidad (económica, financiera y autogenerada) y de solidez (autonomía financiera, solvencia a corto plazo y garantía).

h.9) *Ranking*: Recoge un *“ranking”* de empresas, con datos de facturación, exportaciones, inmovilizado neto, recursos propios, exigible a corto plazo, exigible a medio y largo plazo, plantilla, facturación por empleado, gastos de personal por empleado, beneficio neto por empleado, valor añadido por empleado y sector al que pertenece cada empresa. Todos estos datos también se encuentran disponibles en soporte informático.

h.10) *Futuro*: “Ranking de las primeras 500 empresas europeas”, con información sobre el sector, ventas, “cash-flow”, beneficio neto y plantilla.

h.11) *Distribución Actualidad*: Esta revista especializada en el sector de la distribución comercial elabora anualmente un “Ranking de la distribución”, que incluye las 250 primeras empresas españolas del sector, según volumen de ventas. Recoge datos de facturación, variación de facturación respecto al año anterior, beneficio neto, beneficio/cifra de negocio, “cash flow”, recursos propios, rentabilidad financiera, empleados, cifra de negocio por empleado, número de establecimientos, superficie de venta total, central de compras, domicilio, teléfono y subsector de actividad. Como en el resto de los *“ranking”* falta información de alguno de los conceptos en bastantes empresas.

h.12) *Management Horizons Europe*: Esta empresa especializada en estudios del sector de la distribución comercial en España, ha elaborado dos publicaciones:

- "Líderes del Comercio en España 1992/93"
- "Líderes del Comercio en España 1993/94": Incluye información de 158 empresas de distribución comercial, sobre su identificación (nombre comercial, presidente, domicilio, teléfono y fax), número de establecimientos (diferenciando los propios y las franquicias), tipo de establecimientos, grupo de productos, posición en el mercado, superficie de venta total, superficie media por establecimiento y productividad por m², información económico-financiera de los años 1989, 1990, 1991 y 1992 sobre facturación, beneficio neto, margen neto y facturación por establecimiento y una breve historia de las empresas, y sus estrategias empresariales, así como la distribución de su capital y sus filiales.
- A partir del año 1994 se comienzan a realizar actualizaciones en soporte informático para los suscriptores de este servicio informativo, pero no se publica ningún otro informe similar de ámbito nacional⁶.

Para validar los modelos econométricos estimados se utilizará la información agregada de la Central de Balances del Banco de España (CBBE). La base de datos de la Central recoge la información de las empresas que contestan voluntariamente a los cuestionarios que ésta elabora. Dicha base de información empresarial se proporciona al público a través del Informe Anual público y de "estudios de encargo", siempre de una forma agregada por sectores según la CNAE/93⁷ y sólo en el caso en que el número de empresas sea al menos igual a cinco, para salvaguardar la confidencialidad de la información. En nuestro caso, la solicitud de la información económico-financiera del agregado de grandes empresas españolas de distribución comercial realizada se ha materializado en una muestra de siete empresas comunes a las bases de 1989, 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994.

⁶ Esta empresa elabora informes del sector de la distribución comercial de ámbito internacional -por ejemplo "Líderes del Comercio en Europa", "Líderes del Comercio en Inglaterra" y "Líderes del Comercio en EE.UU".

⁷ Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 1993 (Banco de España, Central de Balances, 1993: 165-176).

Por último, los Boletines Estadísticos del Banco de España, las Estadísticas Básicas CECA, e información proporcionada por la Sociedad Española de Medios de Pago, el Ministerio de Industria y Comercio y el INE serán útiles para cuantificar la incidencia de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial en el sistema financiero y en las macromagnitudes monetarias.

4.2.2. Fuente estadística y muestra que configuran el estudio empírico.

Principalmente, a nivel desagregado, la fuente estadística empleada para la estimación de los modelos econométricos, ha sido la relativa a las cuentas anuales de los ejercicios 1992 y 1993 de una muestra inicial de 583 empresas españolas de distribución comercial, depositadas en el Registro Mercantil. Si bien, también se han consultado los informes de gestión anuales y otro tipo de documentación publicada por las propias empresas. Y para las empresas del sector que cotizan en bolsa, los informes realizados por diversas sociedades de valores y la información pública disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

A nivel agregado, para validar los modelos, la base de datos de la CBBE durante el período 1989-1994 constituye la fuente de información óptima, dado que es la única que proporciona unas mínimas garantías de fiabilidad y exactitud⁸. Esta fuente de información se empleará para la validación de los modelos.

La selección de estas fuentes estadísticas para configurar el estudio empírico, y la desestimación del resto de fuentes se ha basado en criterios de:

⁸ De hecho, esta base de datos ha sido la más utilizada en la investigación empresarial en España (Bueno, 1987; Rodríguez Romero, 1989; Maroto, 1989; Bueno, Morcillo y De Pablo, 1989; Mato, 1990; Fernández y García, 1991; Azofra *et al.*, 1991; Huergo, 1992; Suárez González, 1993; Ocaña y Salas, 1994 y Malagelada y Salvat, 1994, entre otros).

- Fiabilidad de los datos: la información que constituye la base de datos a emplear en los análisis estadísticos y econométricos es registrada o tratada por organismos públicos (Registro Mercantil, CNMV y CBBE), lo cual la dota de mayor fiabilidad.

- Homogeneidad: En los “*ranking*” y directorios proporcionados por las distintas revistas y empresas consultoras, la información es muy heterogénea, principalmente en cuanto a que recoge información consolidada de algunas empresas e individual de otras, en función de cual sea el tipo de información que la empresa haya preferido difundir, y en determinados casos no se hace mención de cuando se está en uno u otro caso. Esto hace bastante difícil el tratamiento de este tipo de información.

- La falta de numerosos datos sobre algunos indicadores de muchas empresas en los “*ranking*” y directorios, aconsejan, igualmente, desestimar tales fuentes de información.

- Además, las fuentes desestimadas no proporcionan toda la “información de base” necesaria para calcular las oportunas variables explicativas de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial.

Para la estimación de los modelos se parte de los estados contables anuales y otras informaciones públicas de una muestra inicial de 583 empresas españolas del sector de la distribución comercial correspondientes a los ejercicios 1992 y 1993⁹. Sin embargo, el cálculo de las variables elegidas en un principio, para incluir en los modelos -que se tratarán en el siguiente epígrafe (4.4)- aconsejaron una depuración de dicha muestra inicial, hasta obtener una muestra de 288 empresas para el estudio del modelo explicativo de la actividad financiera y de 465 para el análisis de las interrelaciones entre las decisiones reales y financieras de estas empresas. Teniendo en cuenta el distinto nivel de desagregación de las partidas de los estados contables que cada empresa presenta, faltaron datos necesarios para el cálculo de algunas “*ratios*” utilizadas en el análisis empírico, que

⁹ Los datos disponibles del ejercicio completo más actualizado, en el momento de la elaboración de este trabajo empírico son del año 1993.

por tanto adoptaban valor cero o infinito, en función de la magnitud que faltaba, lo cual aconsejó desestimar tales empresas. Igualmente se eliminaron aquellas empresas de las que se disponía únicamente la información de un ejercicio, por haber sido declaradas en quiebra o suspensión de pagos -por ejemplo, Galerías Preciados o Digsa-, haber sido absorbidas por otras empresas o haber cambiado su actividad principal durante el período analizado (1992-93)¹⁰.

Se desarrollarán análisis de corte transversal, dado que, desgraciadamente, los datos disponibles sólo han permitido realizar estimaciones y contrastaciones para un período temporal (1992-93), por lo que los resultados de los análisis pueden estar condicionados por el momento del ciclo económico al que se refieren los datos -concretamente se trata de un período de declive en la economía española, que alcanzó su cima en 1993-.

Por tanto, el tamaño de las muestras definitivas que configuran los estudios empíricos es de 288 empresas para el modelo explicativo de la actividad financiera y de 465 para el modelo de interrelaciones entre las decisiones reales y financieras de las empresas. Los períodos a los que se refiere la información de estas empresas son los últimos disponibles, esto es, los ejercicios 1992 y 1993; de tal forma que los valores de las variables explicadas corresponden al año 1993, así como las oportunas variaciones respecto a 1992, mientras que las variables explicativas se refieren al año 1992, para reflejar decisiones financieras tomadas en dicho año.

¹⁰ En un análisis previo de estadística univariante, se analizaron los histogramas de frecuencias y los estadísticos básicos (media, error estándar, mediana, moda, desviación típica, varianza, valores máximo y mínimo, percentiles, medidas de kurtosis y medidas de asimetría) de cada una de las 17 variables potencialmente explicativas de la actividad financiera y de las 6 variables que utilizamos para sintetizar las decisiones financieras de las empresas (Martín Pliego, 1994; Uriel, 1995) (programa estadístico utilizado: SPSS for MS Windows Release 6.1.). Las observaciones que presentaban valores extremos en alguna de las variables no se eliminaron de la muestra porque los modelos y contrastaciones realizadas no exigen un comportamiento normal de las variables. (Anexos 4.1 y 4.2).

4.3. METODOLOGÍA: MODELOS ECONOMÉTRICOS DE REGRESIÓN LINEAL Y DE RESPUESTA CUALITATIVA.

4.3.1. Modelos de regresión lineal. Contraste de hipótesis.

Los modelos de regresión permiten analizar los efectos que tienen un conjunto (o una) variables independientes (x) sobre otra dependiente (y), que se pretende explicar y/o predecir; determinando si el efecto de cada variable independiente sobre la dependiente es o no significativo, y la bondad del ajuste del modelo (es decir, en qué medida las variables independientes explican el valor de la dependiente):

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \varepsilon_i ; \text{ siendo } \alpha, \beta_i \text{ los coeficientes o parámetros de regresión } (4.1)$$

El error o perturbación (ε_i) representa una medida del error en y , que recoge los elementos impredecibles de aleatoriedad en la respuesta humana, así como los efectos de un elevado número de variables que se han omitido. Se admiten las siguientes hipótesis:

$$E(\varepsilon_i) = 0 \text{ para todo } i.$$

$$\text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma^2 \text{ para } i.$$

$$\varepsilon_i \text{ es independiente de } \varepsilon_j \text{ para todo } i \neq j.$$

$$x_j \text{ es independiente de } \varepsilon_i \text{ para todo } i \neq j.$$

$$\varepsilon_j \text{ se distribuye } N(0, \sigma^2).$$

El objetivo que se pretende es a partir de n observaciones sobre x e y , estimar los coeficientes de regresión, para lo cual existen diversos métodos: método de los momentos, mínimos cuadrados y máxima verosimilitud.

En este trabajo, los parámetros de los modelos de regresión lineal se estimarán utilizando el método de los mínimos cuadrados que proporciona estimadores eficientes, es decir, insesgados y dentro de éstos, los de mínima

varianza¹¹. El primer modelo de regresión tratará de explicar la actividad financiera de las empresas españolas de distribución comercial, medida a través de un índice continuo relativo (resultados financieros/ventas). En el segundo modelo se representarán las interrelaciones entre las decisiones económicas de dichas empresas, concretamente sus estrategias de expansión medidas mediante una variable continua (incremento de ventas en el período 1993 respecto 1992), y sus decisiones financieras. La condición necesaria para que una empresa lleve a cabo una inversión productiva es que exista una demanda insatisfecha (Suárez, 1994: 39-44), de ahí que el incremento de las ventas pueda interpretarse como una señal de las decisiones de inversión de las empresas de distribución comercial. Dado que, para que una empresa cualquiera aumente sus ventas, debe:

- a) Incrementar el nivel de utilización de su capacidad instalada,
- b) Llevar a cabo inversiones productivas durante el ejercicio, que supongan nuevas dotaciones de capital económico.

En las empresas de distribución comercial, al no existir proceso de transformación ni existencias de seguridad significativas; puede concluirse que para poder incrementar sus ventas deben emprender procesos de inversión. Por lo que, a través de la estimación de los diversos modelos se tratará de demostrar la incidencia de las decisiones financieras (financiación de proveedores) y de la rentabilidad económica (que debe superar al coste del capital) en el crecimiento de las ventas de estas empresas, y por ende en sus decisiones de inversión y su estructura económica o "stock" de capital económico.

Una vez estimados los modelos, su contrastación se hará planteando las siguientes hipótesis¹²:

¹¹ Este método determina los coeficientes de regresión, minimizando la suma de los cuadrados de los errores ϵ_i ; $RSS = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_i)^2$.

¹² El contraste de hipótesis es un procedimiento que responde a la pregunta de si la diferencia observada entre el valor muestral y el valor hipotético de la población es real o se debe a variaciones aleatorias.

H_0 (hipótesis nula): $\beta_i = 0$ para todo i . Los coeficientes de regresión en una hipotética población de la que conocemos una muestra toman un valor nulo. Por tanto el modelo de regresión bajo la hipótesis nula o modelo restringido se expresaría:

$$y_i = \alpha + \varepsilon_i \quad (4.2.)$$

Frente a la H_1 (hipótesis alternativa): $\beta_i \neq 0$ para algún i ; siendo el modelo bajo esta hipótesis o modelo no restringido:

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \varepsilon_i ; \quad (4.3.)$$

Nos interesa rechazar la hipótesis nula, porque queremos que los coeficientes de regresión sean distintos de cero. La probabilidad de rechazar la hipótesis nula, cuando de hecho es cierta, es el nivel de significación (probabilidad de error de tipo I¹³).

Para contrastar la significatividad estadística de cada coeficiente de regresión, esto es, si la diferencia observada entre el dato y lo esperado bajo la hipótesis nula es real o debida a variaciones aleatorias, utilizamos el estadístico *t-Student*.

Dadas dos variables independientes x_1 que se distribuye $N(0,1)$ y x_2 que se distribuye χ^2 con g grados de libertad, la variable

$$x = \frac{x_1}{\sqrt{x_2/g}} \text{ sigue una distribución } t\text{-Student con } g \text{ grados de libertad.}$$

En nuestro caso,

$$\frac{\hat{\beta} - \beta}{\sqrt{\sigma^2/S_{xx}}} \text{ se distribuye } N(0,1), \text{ dado que } E(\hat{\beta}) = \beta \text{ y } \text{Var}(\hat{\beta}) = \frac{\sigma^2}{S_{xx}}.$$

$$\text{Además, } \frac{RSS}{\sigma^2} \text{ se distribuye según una } \chi^2_{n-k} \text{ de Pearson,}$$

¹³ Hay dos posibles errores: 1) Rechazar la hipótesis nula cuando es cierta: error de tipo I o error α . 2) No rechazar la hipótesis nula cuando no es cierta: error de tipo II o error β . De ahí que $(1 - \beta)$ se defina como el poder del contraste.

siendo RSS =suma de los cuadrados de los errores, n = número de observaciones y k = número de coeficientes de regresión a estimar. Y las dos distribuciones son independientes. Por lo que,

$$\frac{\hat{\beta} - \beta}{\sqrt{\hat{\sigma}^2 / S_{xx}}} \bigg/ \sqrt{\frac{RSS}{(n-k)\sigma^2}} \text{ sigue una } t\text{-Student con } (n-k) \text{ grados de libertad.}$$

Como $\hat{\sigma}^2 = \frac{RSS}{n-k}$ es un estimador insesgado de σ^2 , podemos expresar este cociente como:

$$\frac{\hat{\beta} - \beta}{\sqrt{\hat{\sigma}^2 / S_{xx}}} \rightarrow t\text{-Student con } (n-k) \text{ g.l.}$$

$\hat{\sigma}^2 / S_{xx}$ es la varianza estimada de $\hat{\beta}$ y su raíz cuadrada es el error estandar: $SE(\hat{\beta})$.

Por tanto, en el contraste de hipótesis conocemos que

$$t_0 = \frac{\hat{\beta} - \beta}{SE(\hat{\beta})} \text{ se distribuye según una } t\text{-Student con } (n-k) \text{ g.l.}$$

Calculamos el valor observado de t suponiendo que la hipótesis nula es cierta:

$$t_0 = \frac{\hat{\beta}}{SE(\hat{\beta})}$$

La probabilidad de que en las tablas la t de $(n-k)$ grados de libertad sea mayor que el valor observado de la t bajo la hipótesis nula es el nivel de significación. Los mayores valores positivos de t van en contra de la hipótesis nula. Habitualmente cuando la $\text{Prob}(t > |t_0|) \leq 0,05$, se rechaza la hipótesis nula, por lo que el coeficiente de regresión será estadísticamente representativo.

En el contraste, el coeficiente de regresión resultará:

- estadísticamente significativo, cuando la variación muestral sea una explicación poco probable de la discrepancia entre la hipótesis nula y los valores muestrales. En nuestro caso, cuando sea poco probable que los coeficientes de regresión tomen valores distintos de cero a causa de la variación muestral.

(“Significativo” cuando el nivel de significación es del 0,05 y “muy significativo” cuando es del 0,01).

- estadísticamente no significativo, cuando la variación muestral sea una explicación probable de la discrepancia entre la hipótesis nula y los valores muestrales. Será cuando la $\text{Prob}(t > |t_0|) > 0,05$.

También puede utilizarse el contraste de la F de *Snedecor*, dado que:

$$F = \frac{(\text{RRSS} - \text{URSS}) / r}{\text{URSS} / (n - k - 1)}$$
 sigue una distribución F -de *Snedecor* con r y $(n - k - 1)$ g.l.

siendo URSS =suma de los cuadrados de los errores en el modelo no restringido, es decir bajo H_1 ; RRSS =suma de los cuadrados de los errores en el modelo restringido, es decir imponiendo las restricciones de la hipótesis H_0 ; n =número de observaciones; k =número de coeficientes de regresión incluidos en la ecuación y r =número de restricciones impuestas por la hipótesis nula, que en nuestro caso coincide con el número de coeficientes de regresión del modelo (k). Si el estadístico F observado excede a un nivel crítico (valor de la tabla), al menos uno de los coeficientes será probablemente distinto de cero.

Para contrastar la bondad del ajuste utilizamos la “*ratio*” de máxima verosimilitud $\lambda = L_0^* / L_1^*$, que será siempre menor que 1 porque el máximo de la función de verosimilitud del modelo bajo la hipótesis nula H_0 o modelo restringido (L_0^*) será menor que el máximo de la función de verosimilitud de la ecuación no restringida -o bajo la hipótesis alternativa H_1 - (L_1^*). Si las restricciones son válidas (es decir H_0 es cierta) la “*ratio*” de máxima verosimilitud λ tomará un valor próximo a 1, y si H_0 no es cierta será significativamente menor que 1.

El contraste de la “*ratio*” de máxima verosimilitud consiste en utilizar la variable

$$\text{LR} = -2 \log_e \lambda = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*),$$

que se distribuye Chi-Cuadrado con k grados de libertad (χ_k^2), siendo k =número de restricciones, en nuestro caso número de coeficientes de regresión β que en la hipótesis nula H_0 se igualan a cero, es decir, el número de variables independientes en el modelo de regresión.

El coeficiente de regresión R^2 mide el éxito de la regresión en predecir los valores de la variable dependiente a partir de la muestra. Es igual a 1 si la regresión se ajusta perfectamente, e igual a 0 si no ajusta mejor que la media simple de la variable dependiente. Es la fracción de la varianza de la variable dependiente explicada por las variables independientes:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2} = 1 - \frac{RSS}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}$$

Para contrastar la correlación entre las variables explicativas y el término error, se puede utilizar el test *Durbin-Watson*:

$$DW = d = \frac{\sum_{t=2}^n (\hat{\varepsilon}_t - \hat{\varepsilon}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_t^2} = \frac{\sum_{t=2}^n \hat{\varepsilon}_t^2 + \sum_{t=2}^n \hat{\varepsilon}_{t-1}^2 - 2 \sum_{t=2}^n \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-1}}{\sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_t^2} \Rightarrow d \approx 2(1 - \hat{\rho}) \begin{cases} \hat{\rho} = 1 \rightarrow d = 0 \\ \hat{\rho} = -1 \rightarrow d = 4 \\ \hat{\rho} = 0 \rightarrow d = 2 \end{cases}$$

donde $\hat{\varepsilon}_t$ es el error estimado para el período t .

Por tanto, cuando el valor observado del estadístico DW está cerca de 0 o 4, los errores están altamente correlacionados, positiva y negativamente, respectivamente. Cuando el valor del estadístico es aproximadamente igual a 2, los errores no están correlacionados ($\hat{\rho} = 0$).

4.3.2. Modelos de respuesta cualitativa.

Los modelos econométricos de respuesta cualitativa, también llamados modelos probabilísticos de elección discreta, por ser la variable dependiente discreta y cualitativa, pueden ser de elección binaria o multinomiales, según que el fenómeno a explicar tenga dos o más atributos o alternativas. Si bien estos modelos difieren en sus hipótesis, estructura y técnicas econométricas o estadísticas empleadas para estimar los parámetros, tienen un nexo de unión: en todos los casos, un conjunto de variables “independientes” tratan de explicar una

variable “dependiente” que sólo puede adoptar valores discretos. Por tanto, la diferencia fundamental que sitúa tales esquemas fuera de los planteamientos convencionales con variables endógenas de tipo continuo es que la variable dependiente no sigue una escala cardinal; de hecho, tal variable puede ser dicotómica tomando únicamente dos valores (0,1) -en los modelos de elección binaria- o multinomial tomando valores 0, 1, 2, ... o serie de los números naturales -en los modelos multinomiales-. En los modelos de respuesta cualitativa binomiales, existe una variable “latente” o “subyacente” y^* que no se observa directamente; en tanto que lo que si se observa son los valores de la variable dicotómica:

$$\begin{aligned} y_i &= 1 \quad \text{si } y_i^* > 0 \\ y_i &= 0 \quad \text{si } y_i^* \leq 0, \end{aligned}$$

Partiendo del planteamiento general del modelo de regresión lineal

$$y_i^* = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij} + \varepsilon_i \quad (4.4)$$

con la variable dependiente no observada (variable “latente”) y_i^* , siendo observada una variable *dummy* y_i :

$$\begin{aligned} P(y_i = 1) &= P(y_i^* > 0) = P(\alpha + \beta' X_i + \varepsilon_i > 0) = P(\varepsilon_i > -\alpha - \beta' X_i) = \\ &= P(\varepsilon_i < \alpha + \beta' X_i) = F(\alpha + \beta' X_i) \end{aligned} \quad (4.5)$$

Existen varios métodos para analizar los modelos de regresión cuyas variables dependientes toman valor 0 ó 1, que difieren en la especificación de la distribución del término de error ε_i en la ecuación 4.4. El procedimiento más sencillo es el método de mínimos cuadrados; en este caso el modelo se denomina “modelo de probabilidad lineal” (MPL). Otros métodos alternativos son los modelos *logit* y *probit*:

$$\text{- MPL: } F(\alpha + \beta'_{MPL} X_i) = \alpha + \beta'_{MPL} X_i \quad (4.6)$$

$$\text{- Logit: } F(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT}) = \frac{\exp(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT})}{1 + \exp(\alpha + X_i' \beta_{LOGIT})} \quad (4.7)$$

$$- \text{Probit:}^{14} F(\alpha + X_i' \beta_{\text{PROBIT}}) = \Phi(\alpha + X_i' \beta_{\text{PROBIT}}) \quad (4.8)$$

En esta investigación se plantearán sendos modelos de elección binaria o modelos de respuesta cualitativa binomiales. En un primer análisis, la variable dependiente a explicar tan sólo admitirá dos valores (0,1), en función de que la empresa de distribución comercial desarrolle actividad financiera o no, respectivamente. En un segundo estudio, la variable dependiente adquirirá el valor 1 si las ventas de la empresa han crecido durante el año 1993 respecto al anterior y el valor 0 si ocurrió lo contrario.

A continuación se expondrán los planteamientos metodológicos de los modelos de elección binaria más utilizados en las aplicaciones económicas y sociales; estos son, el modelo de probabilidad lineal y los modelos *logit* y *probit* (De la Vega, 1995; Greene, 1993: 635-79; Maddala, 1992; Demaris, 1992; Guillén, 1992; Cramer, 1991; Aldrich y Nelson, 1986).

4.3.2.1. Modelo de probabilidad lineal:

El modelo de probabilidad lineal consiste en plantear un modelo de la regresión lineal en el que la variable dependiente es una variable dicotómica que toma el valor 0 ó 1. La variable es una variable “indicador” que denota la ocurrencia o no de un determinado fenómeno.

En la primera estimación, se pretende estudiar qué factores influyen en la decisión de las empresas españolas de distribución comercial, de iniciar el desarrollo de actividad financiera, además de la puramente comercial. Se conoce el valor adoptado *ex post* por la variable ficticia dicotómica especificada en relación con el desarrollo de actividad financiera (suceso Y) y definida como:

$y = \{\text{desarrollar actividad financiera}\}$

$y_i = 1$ si ocurre Y, es decir si la empresa desarrolla actividad financiera.

$y_i = 0$ en otro caso.

¹⁴ El signo Φ equivale a la función de distribución normal estándar.

En el segundo análisis se pretenden explicar las decisiones económicas de las empresas en función de sus decisiones financieras. En este caso, la variable dependiente se define:

$y = \{\text{llevar a cabo estrategias de expansión o crecimiento de las ventas}\}$

$y_i = 1$ si las ventas de la empresa crecen.

$y_i = 0$ en otro caso.

De acuerdo con el modelo de la regresión lineal, siendo la muestra de n empresas españolas de distribución comercial¹⁵, que aporta información (y_i, X_i) acerca de cada empresa i , podemos especificar dicho modelo como:

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_k x_{ik} + \varepsilon_i = \alpha + X_i' \beta \quad \forall i = 1, 2, \dots, n \quad (4.9)$$

donde el vector $X_i' = (x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{ik})'$ corresponde a las k variables independientes explicativas referentes a la i -ésima empresa de distribución comercial; α y β representan los coeficientes o parámetros de regresión a estimar con los datos muestrales, siendo α el término constante y $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)'$. Por su parte, ε_i simboliza la perturbación o error estocástico, una variable aleatoria independiente que se tiene que distribuir siempre con media igual a cero $E(\varepsilon_i / X_i) = 0$.

Nuestro objetivo será hallar el valor estimado de los parámetros que miden el efecto de cada variable explicativa (X_i') sobre la variable dependiente (y). Para que este modelo no pierda efectividad necesita que se cumplan unas hipótesis previas:

a) $E(\varepsilon_i / X_i) = 0$

La esperanza matemática de la variable dependiente y_i dado X_i será igual a:

$$E(y_i / X_i') = 1 \cdot P(y_i = 1) + 0 \cdot P(y_i = 0) = P(y_i = 1) = \alpha + X_i' \cdot \beta + E(\varepsilon_i / X_i) \quad (4.10)$$

ya que la variable y únicamente puede adoptar dos valores (1, 0), es decir estamos prediciendo la probabilidad *ex ante* de que el fenómeno ocurra dado un valor

¹⁵ En el primer estudio, la muestra está constituida por $n_1=52$ empresas que desarrollan actividad financiera y $n_2=236$ que no la desarrollan ($n_1+n_2=n=288$); y en el segundo, el análisis de la muestra $n=465$ empresas está formado por $n_1=279$ empresas que han crecido durante 1993 y $n_2=144$ empresas que no lo han hecho durante dicho período.

determinado de X_i (pudiendo ser el fenómeno, que las empresas de distribución comercial decidan desarrollar actividad financiera o que lleven a cabo estrategias de expansión, dependiendo del análisis al que nos estemos refiriendo) $P(y_i=1)$ ¹⁶. La probabilidad de que ocurra el suceso contrario será $1-P(y=1)=P(y=0)$, acorde con la regla probabilística¹⁷.

La hipótesis de que $E(\varepsilon_i / X_i) = 0$ implica que $E(y_i / X_i) = \alpha + X_i'\beta$, o lo que es lo mismo, $P(y_i = 1) = \alpha + X_i'\beta$, y por tanto, la ecuación de regresión señala que la probabilidad de que una empresa de distribución comercial realice actividad financiera o de que crezca, depende de determinadas decisiones financieras y características de las empresas.

Es posible invertir el razonamiento y demostrar que el supuesto de $P(y_i = 1) = \alpha + X_i'\beta$ conduce a una esperanza matemática nula para los errores (Altman *et al.*, 1981: 5), de donde se deduce que, si la ecuación 4.9 es un modelo de probabilidad lineal, entonces las perturbaciones satisfacen las condiciones para que los estimadores de los coeficientes en el método de los mínimos cuadrados sean insesgados y en general consistentes, a pesar de que, teniendo en cuenta que $y_i = X_i'\beta + \varepsilon$ puede tomar valores igual a cero o uno, el error ε_i sólo pueda tomar dos valores distintos: $(1 - \alpha - X_i'\beta)$ y $-(\alpha + X_i'\beta)$, con probabilidades $F = (\alpha + X_i'\beta)$ y $1 - F = (1 - \alpha - X_i'\beta)$, respectivamente:

ε_i	$f(\varepsilon_i)$
$(1 - \alpha - X_i'\beta)$	$(\alpha + X_i'\beta)$
$-(\alpha + X_i'\beta)$	$(1 - \alpha - X_i'\beta)$

Cuadro 4.1: distribución de probabilidad del error.

¹⁶ Por tanto, el vector de parámetros β refleja el impacto de los cambios en X sobre la probabilidad.

¹⁷ $P(y_i = 1) = F(X_i'\beta) = \alpha + X_i'\beta + \varepsilon_i$, y $P(y_i = 0) = 1 - F(X_i'\beta) = 1 - \alpha - X_i'\beta - \varepsilon_i$ (4.11)

b) Sin embargo, la hipótesis de que la varianza del error sea constante se viola, dado que depende de las variables explicativas; es decir, el error ε es heterocedástico porque depende de β .

Teniendo en cuenta los valores que puede tomar la variable error (cuadro 4.1.):

$$\begin{aligned} \text{Var}(\varepsilon) &= (\alpha + X_i' \cdot \beta)(1 - \alpha - X_i' \cdot \beta)^2 + (1 - \alpha - X_i' \cdot \beta)[-(\alpha + X_i' \cdot \beta)]^2 = \\ &= (\alpha + X_i' \cdot \beta)(1 - \alpha - X_i' \cdot \beta) = E(y_i)[1 - E(y_i)] = P(y_i = 1)[1 - P(y_i = 1)] \end{aligned} \quad (4.12)$$

De manera que las perturbaciones no tienen todas igual varianza, es decir, el modelo 4.9 es heterocedástico. Aunque los estimadores mínimo cuadráticos de los parámetros sean insesgados, no resultarán eficientes, esto es, de varianza mínima. Y los errores típicos estimados de los estimadores de los coeficientes por mínimos cuadrados ordinarios serán sesgados. Como es usual ante el fenómeno de la heterocedasticidad, la solución consiste en aplicar el método de los mínimos cuadrados ponderados (MCP) con alguna modificación, que arrojará estimadores consistentes, insesgados y más eficientes. Los estimadores MCP modificados son asintóticamente más eficientes en grandes muestras; sin embargo, puede no ser así en las pequeñas. Existe desacuerdo en torno a la ventaja neta que deriva de su aplicación: se ha argumentado contra el empleo del ajuste heterocedástico en la regresión binaria, por cuanto la varianza de ε_i es menor para las observaciones con probabilidades próximas a cero o uno, por lo cual, al ponderar con el inverso de dicha varianza, se tiende a conceder excesivo peso a las observaciones extremas; y también es más probable que eso amplíe los problemas de especificación del modelo. De ahí que diversos autores (Domencich y McFadden, 1975) recomienden servirse del procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios, sin ponderación por ajuste heterocedástico.

c) El modelo lineal de probabilidad presenta otros inconvenientes (Altman *et al.*, 1981: 3-11; Pindyck y Rubinfeld, 1980: 282-85):

- Los valores predictivos a partir de este modelo deben situarse en la franja (0,1), condición que no satisface dicho modelo. Es decir, para

algunas observaciones, $\alpha + X_i' \beta$ puede situarse fuera del intervalo (0, 1). Teniendo en cuenta que la expresión $\alpha + X_i' \beta$ se interpreta como la probabilidad *ex ante* de que la empresa *i* desarrolle actividad financiera o de que crezca, dependiendo del estudio al que nos estemos refiriendo, dado X_i , una probabilidad negativa o superior a uno carece de significado. Además, un valor de $\alpha + X_i' \beta$ mayor que 1 o menor que 0 implica la violación de la hipótesis de que la media de la perturbación aleatoria sea igual a cero, supuesto preciso para identificar el error estocástico, pues en caso contrario éste contendría una parte sistemática.

Una solución a este problema es trabajar con el modelo lineal de probabilidad truncada, que se basa en la distribución de una variable aleatoria truncada, es decir, que carece de los valores inferiores y superiores de su distribución, por lo tanto su dominio no cumple la condición de rango de $-\infty$ a $+\infty$ que precisaría una distribución normal no truncada (gráfico 4.2.):

$$P(y_i = 1) = \begin{cases} 1 & \text{si } \alpha + X_i' \beta \geq 1, \\ \alpha + X_i' \beta & \text{si } 0 < \alpha + X_i' \beta < 1, \\ 0 & \text{si } \alpha + X_i' \beta \leq 0, \end{cases} \quad (4.13)$$

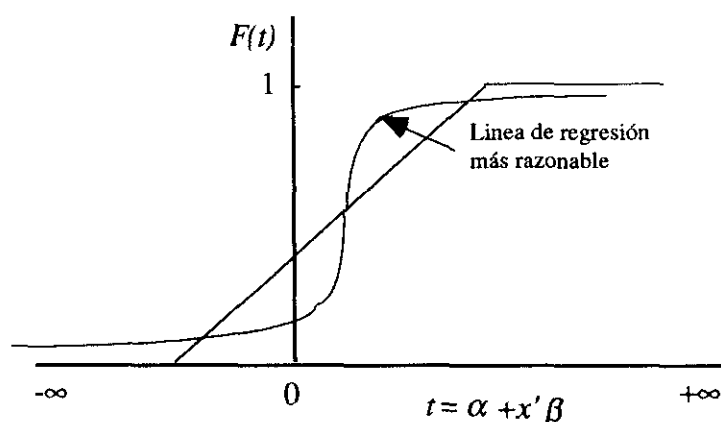


Gráfico 4.2.: Modelo lineal de probabilidad truncada.

Fuentes: De la Vega, 1995: 22, figura 1 y Maddala, 1992: 325, figura 8.3.

Es difícil encontrar un suceso que pueda predecirse con la certeza absoluta que encierra una probabilidad nula o igual a la unidad. Y, aún cuando se decidiera imponer la restricción de que $0 \leq \hat{\alpha} + X_i' \hat{\beta} \leq 1$ y utilizar procedimientos de estimación no lineales, no existen garantías de que los estimadores sean insesgados, sobre todo en muestras pequeñas. Por ello parece razonable utilizar este modelo y los procedimientos de estimación lineales: mínimos cuadrados ordinarios (MCO) o generalizados (MCG), más fáciles de calcular y cuya sensibilidad frente al error de especificación es menor.

- El término error ε_i únicamente puede tomar dos valores, por lo que su distribución de probabilidad es discreta, de manera que no sigue una ley normal. De ahí se deduce que estimadores lineales como los mínimo cuadrados -ordinarios o generalizados- no serán por lo general plenamente eficientes, en el sentido de que habrá métodos no lineales que los pueden superar en términos de eficiencia (Novales Cinca, 1988: 356). Además, los errores no normales pueden causar problemas en los contrastes estadísticos. En este sentido, en muestras pequeñas, la forma *bernouilliana* de los errores de la regresión binaria sugiere tener precaución en el uso de los estadísticos basados en la hipótesis de normalidad, tales como los contrastes *t-Student* correspondientes a los coeficientes de regresión y el test *F-Snedecor* de la regresión. Sin embargo, en grandes muestras los referidos test podrían justificarse sobre la base asintótica del teorema central del límite.

Por todo ello, en la especificación y estimación del modelo de probabilidad lineal, en la aplicación empírica, partimos de la ecuación 4.9 y la estimamos por mínimos cuadrados ordinarios, dentro del marco general de definición de variables que se presentarán en el epígrafe 4.4 y la base de datos aludida en el 4.2. Las variables independientes estadísticamente significativas incluidas en el modelo final objeto de estimación se han seleccionado entre aquéllas consideradas potencialmente explicativas. Se ha optado por examinar todos los subconjuntos posibles de regresores. Para elegir el modelo a adoptar entre los diferentes estimados seguimos cuatro

criterios: guiarse por el coeficiente de determinación R^2 , por el coeficiente de determinación corregido, por la varianza residual -que equivale al anterior- y basarse en la “*ratio*” de máxima verosimilitud. El primero tiene el defecto de que aumenta al introducir variables independientes adicionales, sea cual fuere su efecto, por lo que induce a escoger modelos con muchas variables innecesarias (Sánchez de Rivera, 1987: 409); de ahí que sea más razonable usar cualquiera de los otros criterios. Por ello, para contrastar la bondad de los ajustes nos hemos basado en el último de los citados: la “*ratio*” de máxima verosimilitud¹⁸.

4.3.2.2. Modelo *logit*:

A partir del modelo de regresión lineal 4.4

$$y_i^* = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij} + \varepsilon_i$$

con la variable dependiente “latente” y_i^* , siendo observada una variable *dummy* y_i , que toma valores (0,1), se acepta que la expresión general 4.5 $F(\cdot)$ hace referencia a la función de distribución de la ley de probabilidad logística estándar (ecuación 4.7):

$$P(y_i = 1) = F(\alpha + X_i' \beta_{\text{LOGIT}}) = \frac{\exp(\alpha + X_i' \beta_{\text{LOGIT}})}{1 + \exp(\alpha + X_i' \beta_{\text{LOGIT}})}$$

Esta expresión es la que diferencia los modelos lineales de los no lineales, en tanto suponemos que la probabilidad de que se dé una opción del fenómeno depende de una función exponencial de nuestros datos. Esta función, denominada función logística, no sobrepasa los valores de uno y cero, respectivamente, y además tiene la peculiaridad de adaptarse de una forma más flexible a los valores de la variable explicativa (gráfico 4.3).

¹⁸ Véase el epígrafe 4.3.1. Modelos de regresión lineal. Contraste de hipótesis.

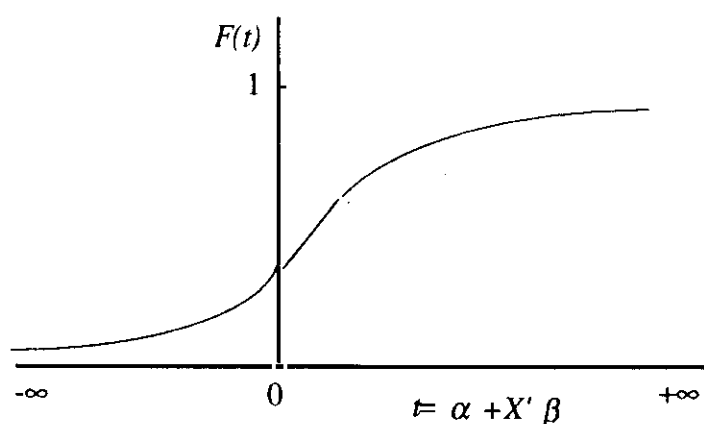


Gráfico 4.3.: Modelos no lineales (función de distribución).

Fuente: De la Vega, 1995: 24, figura 2.

El uso de la función logística añade una característica muy importante. Partiendo de que $P(y_i=1)+P(y_i=0)=1$, la probabilidad de decidir no desarrollar actividad financiera en el primer estudio o de no llevar a cabo estrategias de expansión en el segundo será igual a:

$$P(y_i = 0) = 1 - P(y_i = 1) = \frac{1}{1 + \exp(\alpha + X_i' \beta_{\text{LOGIT}})} \quad \forall i = 1, \dots, n \quad (4.13)$$

La división $P(y_i=1)/P(y_i=0)$ determina la *Odd ratio* y tomando logaritmos se obtiene la *log odds ratio*, que es una función lineal de las variables explicativas:

$$\text{Log} \frac{P(y_i = 1)}{1 - P(y_i = 1)} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij} = \log \text{ odds ratio} \quad (4.14)$$

La *Odd ratio* es la relativa verosimilitud; en otras palabras, indica la propensión de que se dé una opción (desarrollar actividad financiera o llevar a cabo estrategia de crecimiento) en términos de propensión a la otra opción (no desarrollarla o no llevarla a cabo). Al tomar logaritmos de esta razón, se obtiene una ecuación (4.14) de regresión lineal para reflejar los factores que influyen en dicha decisión¹⁹.

¹⁹ Otros nombres referidos a *logit* son: regresión logística o curva logística, debido precisamente a que las *Odd-ratio* pueden ser consideradas como variable dependiente de unas variables explicativas en regresión lineal.

Tanto el modelo *logit* como el *probit* suponen la independencia entre las observaciones, es decir, para el primer estudio, la decisión de una empresa de desarrollar actividad financiera no influye en la decisión de otra empresa y de igual modo, para el segundo análisis, la estrategia de expansión llevada a cabo por dos empresas son dos sucesos independientes entre sí. Se supone idéntica distribución, es decir, no hay cambios significativos en la distribución de la “*ratio*” de verosimilitud (*Odds-ratios*) entre las observaciones; supuesto un número elevado de observaciones, se convergería a la verdadera “*ratio*” de verosimilitud del fenómeno. Otra suposición es que los datos no presentan algunas observaciones divergentes con la mayoría (*outliers*)²⁰. El que estos modelos sean paramétricos es otra suposición implícita²¹.

El modelo de los *log Odds* es una regresión lineal (ecuación 4.14) y como tal cumple las hipótesis de: homocedasticidad, ser un modelo aditivo de los factores explicativos (no multiplicativo), la esperanza matemática del error es igual a cero y no existe autocorrelación. Es necesario plantearse todas estas consideraciones para que los estimadores de los parámetros del efecto de las variables explicativas sean tanto insesgados como eficientes (menor varianza), asegurando a su vez la inconsistencia, asintóticamente hablando -al utilizar muestras grandes que aseguran la convergencia de los estimadores hacia los parámetros poblacionales-.

²⁰ Los modelos *logit* y *probit* son muy sensibles a este tipo de datos muy diferenciados de la media general, que influirán en los resultados probabilísticos. No obstante la distribución logística presenta unas colas más largas que la función de distribución normal. También si se trabaja con muestras muy pequeñas existirán diferencias sustanciales entre estas dos aproximaciones (*logit* y *probit*) y una cierta falta de certeza en sus estimaciones.

²¹ Actualmente, existen exploraciones en aproximaciones semiparamétricas y no paramétricas, que hallan estimadores sin que se tenga que cumplir la hipótesis de que los parámetros de efecto (β), estimadores de los parámetros de los efectos, sigan la distribución normal bivalente; o bien, estimación de la varianza de dichos parámetros ($\hat{\beta}$), sin seguir criterios de distribución a través de las técnicas *bootstrapping* (Greene, 1993).

Estimación:

Se pretenden estimar los parámetros del modelo logit β_{LOGIT} (ecuación 4.7) a partir de las observaciones relativas a y_i y X_i contenidas en una muestra de n empresas de distribución comercial, dentro de la cual existen n_1 empresas que desarrollan actividad financiera ($y_i=1$) y n_2 que no ($y_i=0$), siendo $n = n_1 + n_2$, y n'_1 empresas que crecen durante 1993 ($y_i=1$) y n'_2 que no ($y_i=0$), siendo $n = n'_1 + n'_2$. En la estimación se utiliza el procedimiento de máxima verosimilitud, que consiste en maximizar, respecto a α y β , el logaritmo neperiano (\ln) de la función de verosimilitud muestral ($L(\alpha, \beta)$), es decir, la expresión:

$$\ln L(\alpha, \beta) = \sum_{i=1}^n \left[y_i \ln \left(\frac{\exp(y_i)}{1 + \exp(y_i)} \right) + (1 - y_i) \ln \left(\frac{1}{1 + \exp(y_i)} \right) \right] \quad (4.15)$$

A partir de la primera derivada de la función logarítmica de verosimilitud se puede extraer el valor estimado del parámetro del efecto de las variables explicativas ($\hat{\beta}$) sobre la variable dependiente (probabilidad de que se dé un suceso -desarrollar actividad financiera en el primer caso y de crecer en el segundo-), mientras que la segunda derivada de esta misma función informa de los parámetros de la dispersión de las $\hat{\beta}$, es decir, sus errores estándares. Al igual que en la regresión, se calculan estos dos estimadores para poder efectuar hipótesis de significación²².

La primera condición para maximizar requiere:

$$\frac{\partial \ln L}{\partial \beta} = \sum_i (y_i - \Delta_i) \cdot x_i = 0 \quad \text{donde } \Delta_i = \Delta(\alpha + \beta' x) = \frac{\exp(\alpha + X_i' \beta)}{1 + \exp(\alpha + X_i' \beta)} \quad (4.16)$$

Y para obtener los estimadores por el método de Newton se necesita la segunda derivada:

$$H = \frac{\partial^2 \ln L}{\partial \beta \partial \beta'} = - \sum_i \Delta_i (1 - \Delta_i) \cdot x_i \cdot x_i' \quad (4.17)$$

²² Para ello suponemos que dichas betas siguen una distribución normal multivariante.

4.3.2.3. Modelo probit:

El modelo *probit* o *normit* parte de las mismas hipótesis que el modelo *logit*, presentándose como modelo alternativo, que considera que la probabilidad de que una empresa decida desarrollar actividad financiera o decida crecer $P(y_i=1)$ se distribuye según una distribución normal estándar; por lo que la ecuación (4.7) del modelo *logit* se sustituye por la (4.8)²³:

$$P(y_i = 1) = F(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT}) = \int_{-\infty}^{\alpha + X_i' \beta} \phi(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT}) \cdot dx = \Phi(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT})$$

$$P(y_i = 0) = 1 - F(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT}) = \int_{\alpha + X_i' \beta}^{\infty} \phi(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT}) \cdot dx = 1 - \Phi(\alpha + X_i' \beta_{PROBIT})$$

Este modelo de probabilidad seguirá también la curva dibujada en el gráfico 4.3.

Estimación:

La función de verosimilitud de este modelo es:

$$\ln L(\alpha, \beta) = \sum_{i=1}^n y_i \ln(1 - \Phi_i) + \sum_{i=1}^n (1 - y_i) \ln(\Phi_i) \quad (4.18)$$

Para la estimación de las betas se aplica la condición de primer orden para maximizar la función de verosimilitud $L(\alpha, \beta)$:

$$\frac{\partial \ln L}{\partial \beta} = \sum_{i=1}^n \frac{-\phi_i}{1 - \Phi_i} x_i + \sum_{i=1}^n \frac{\phi_i}{\Phi_i} x_i \quad (4.19)$$

Y el método de Newton para la estimación de los parámetros de dispersión:

$$H = \frac{\partial^2 \ln L}{\partial \beta \partial \beta'} = - \sum_i \lambda_i \cdot (\lambda_i + \beta' x) \cdot x_i \cdot x_i' \quad \begin{aligned} \lambda_i = \lambda_{0i} &= \frac{-\phi_i}{1 - \Phi_i} & \text{si } y_i = 0 \\ \lambda_i = \lambda_{1i} &= \frac{\phi_i}{\Phi_i} & \text{si } y_i = 1 \end{aligned} \quad (4.20)$$

²³ El signo ϕ equivale a la función de densidad de la normal estándar.

Dado que las distribuciones normal y logística son muy parecidas, excepto en las colas, los resultados que se obtienen en las estimaciones de sendos modelos basados en ellas suelen ser similares, siempre que las muestras no sean demasiado grandes (porque ello supondría tener muchas observaciones en las colas de las distribuciones). Para una variable explicativa X_k , los estimadores de los parámetros de efectos de las variables de la función logística (β_{LOGIT}) se pueden comparar con los de la normal (β_{PROBIT}), y a su vez ambos estimadores se pueden expresar en función de los estimadores del modelo de probabilidad lineal (β_{MPL}).

La distribución logística tiene una varianza $\pi^2/3$, por lo que las estimaciones de β_i para el modelo *logit* tienen que estar multiplicadas por $\sqrt{3}/\pi$ para poderlas comparar con las estimaciones de β_i para el modelo *probit* ²⁴.

$$\hat{\beta}_{PROBIT,k} \approx \sqrt{3}/\pi \cdot \hat{\beta}_{LOGIT,k} \quad k=1,..., k \text{ variables explicativas independientes}$$

Según Amemiya (1981) la relación entre los estimadores de los coeficientes del modelo de probabilidad lineal β_{MPL} y los del modelo *logit* β_{LOGIT} era la siguiente:

$$\begin{aligned} \hat{\beta}_{MPL,k} &\approx 0,25 \hat{\beta}_{LOGIT,k} \quad k=1,..., k \text{ variables explicativas independientes} \\ \hat{\alpha}_{MPL} &\approx 0,25 \hat{\alpha}_{LOGIT} + 0,5 \quad \text{estimación para el término constante} \end{aligned}$$

Y la relación entre los estimadores de los coeficientes del modelo de probabilidad lineal β_{MPL} y los del modelo *probit* β_{PROBIT} :

$$\begin{aligned} \hat{\beta}_{MPL,k} &= \sqrt{2\pi} \hat{\beta}_{PROBIT,k} \approx 2,5 \hat{\beta}_{PROBIT,k} \quad k=1,...,k \text{ variables explicativas independientes} \\ \hat{\alpha}_{MPL} &\approx 2,5 \hat{\alpha}_{PROBIT} - 1,25 \quad \text{estimación para el término constante} \end{aligned}$$

²⁴ Dado que así normalizamos para que σ sea igual a 1. Amemiya (1981) sugirió que los estimadores *logit* debían multiplicarse por $1/1,6=0,625$; en lugar de $\sqrt{3}/\pi$, demostrando que esta transformación producía una aproximación más certera entre la distribución logística y la función de distribución de la normal estándar.

En estos modelos tampoco coinciden los efectos marginales, las elasticidades y las pendientes según el tramo de datos, aunque no difieren sustancialmente²⁵.

4.3.2.4. Inferencia en los modelos de respuesta cualitativa:

Una vez obtenidos los estimadores de los parámetros betas, la inferencia se realiza a través de dos concepciones, una parcial y otra global. La parcial se basa en hallar la bondad de cada estimador (su grado de confianza al suponer *a priori* que se halla cercano al desconocido valor del parámetro poblacional) y la bondad de ajuste de todo el modelo²⁶.

1) Inferencia parcial:

Se pueden hallar los intervalos de confianza o contrastes de hipótesis nula H_0 . Hemos optado por el contraste de hipótesis.

A través de los contrastes de hipótesis, se esperará un valor de *t-Student* con n (observaciones) menos k (parámetros) grados de libertad superior al que ofrecen las tablas a un nivel de significación prefijado, α del 5 por ciento.

$$t - Student_{(n-k, \alpha=0,05)} = \frac{\hat{\beta} - \beta_0}{S.E.(\hat{\beta})}$$

2) Bondad de ajuste global:

En relación a la bondad del ajuste pueden presentarse dos alternativas: o todos los coeficientes betas son cero, es decir, no son significativos, o todos son válidos, significativos. Los estimadores más usuales para establecer esta bondad de ajuste son los siguientes:

²⁵ Algunos autores defienden más el uso del modelo logit dadas sus propiedades de comparar *Odds-ratios* y por su facilidad de cálculo (Greene, 1993 y De la Vega, 1995, entre otros).

²⁶ Véase el epígrafe 4.3.1. Modelos de regresión lineal. Contraste de hipótesis.

2.1.) El coeficiente de determinación R^2 mide el éxito de la regresión en predecir los valores de la variable dependiente a partir de la muestra. Es una medida basada en la suma de los cuadrados de los errores, ya que:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2} = 1 - \frac{RSS}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}$$

Para el modelo de regresión con la variable dependiente dicotómica (Effron, 1978):

$$\sum (y_i - \bar{y})^2 = \sum y_i^2 - n\bar{y}^2 = n_1 - n\left(\frac{n_1}{n}\right)^2 = \frac{n_1 n_2}{n}$$

Por lo que:
$$R^2 = 1 - \frac{n}{n_1 n_2} \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2$$

2.2.) La “ratio” de verosimilitud: se trata de aplicar la diferencia de las funciones log-máxima función de verosimilitud entre los modelos correspondientes a las dos hipótesis:

$H_0: \beta_i = 0$ para todo i (modelo restringido)

$H_1: \beta_i \neq 0$ para todo i (modelo no restringido)

$LR = -2 \log_e \lambda = -2 \log_e (L_0^* / L_1^*) = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*)$ se distribuye χ_k^2

siendo L_0^* el máximo de la función de verosimilitud del modelo bajo la hipótesis nula H_0 o modelo restringido y L_1^* la función de máxima verosimilitud en el caso no restringido (bajo la hipótesis alternativa H_1). Y siendo k la diferencia entre los grados de libertad de ambas funciones de verosimilitud, que es el número de coeficientes no restringidos añadidos en la hipótesis alternativa (es decir, el número de variables independientes explicativas).

La hipótesis nula de que todas las betas son igual a cero se rechaza ante valores altos del punto crítico de la distribución Chi-Cuadrado con k grados de libertad $(\chi_k^2)^{27}$.

2.3.) La tercera información proviene del porcentaje de probabilidades correctamente predichas para medir la precisión clasificatoria del modelo estimado. Se trata de una medida un tanto subjetiva, porque su resultado depende del tamaño de la muestra y de la distribución más o menos equivalente entre el número de empresas que deciden desarrollar actividad financiera y las que deciden la otra opción, para el primer estudio (o distribución equivalente entre el número de empresas que toman decisiones económicas de crecimiento y las que no las toman, para el segundo análisis). En otras palabras, se pueden obtener resultados poco fiables si en la distribución de las decisiones de las empresas la opción ($y_i=1$) supera con creces a la alternativa ($y_i=0$) (Greene, 1993). Además, no existe consenso sobre la forma en que los paquetes estadísticos determinan si el valor predicho lo hacen corresponder con un valor original (0,1); dado que las probabilidades estimadas no son ni 0 ni 1, sino valores del tipo: 0,678; 0,432; etc.

Dado que la variable dependiente toma únicamente dos valores (0,1), después de calcular sobre la misma muestra de análisis los valores predichos de y_i (esto es, $\hat{y}_i = \hat{\alpha} + X_i' \hat{\beta}$, siendo $i= 1, 2, \dots, n$)²⁸, se clasifica cada empresa i en el grupo 1 si $\hat{y}_i > 0,5$ o el en grupo 2 si $\hat{y}_i < 0,5$ ²⁹. Entonces, se pueden contar el número de predicciones correctas. Luego, se puede definir un valor predicho \hat{y}_i^* , que toma únicamente dos valores (0,1):

²⁷ La distribución Chi-cuadrado se utiliza tanto para estadísticos que miden la validez estadística de los coeficientes de estimación del efecto (β) a partir de la "ratio" de verosimilitud, como en los casos donde se mide la bondad del ajuste en tablas de contingencia, a través de la diferencia entre las frecuencias observadas y predichas.

²⁸ O lo que es lo mismo, determinar la probabilidad de que cada uno de los miembros de tal muestra desarrolle actividad financiera o lleve a cabo decisiones económicas de expansión, partiendo de los niveles alcanzados por las variables independientes.

²⁹ Los grupos 1 y 2 serán, en el primer análisis, el grupo de empresas que desarrollan actividad financiera y las que no, respectivamente; y en el segundo estudio, el conjunto de empresas que toman decisiones económicas de crecimiento y las que no, respectivamente.

$$\hat{y}_i^* = \begin{cases} 1 & \text{si } \hat{y}_i > 0,5 \\ 0 & \text{si } \hat{y}_i < 0,5 \end{cases}$$

Y se puede calcular el cociente $P = \frac{\text{número de predicciones correctas}}{\text{número total de observaciones}}$, que ofrece una aproximación de la precisión clasificatoria del modelo estimado.

Korobow y Stuhr (1985: 268-70) propusieron evaluar la precisión y eficiencia de este tipo de análisis de clasificaciones mediante lo que denominaron una medida de eficiencia ponderada (EP), definida como:

$$EP = \left(\frac{C}{T} \right) \cdot \left(\frac{C}{R} \right) \cdot P.$$

C= en el primer estudio será el número de empresas que desarrollan actividad financiera correctamente identificadas por el modelo. En el segundo análisis, será el número de empresas que han crecido durante 1993 correctamente identificadas por el modelo.

T= en el primer estudio el número total de empresas que desarrollan actividad financiera según considera el modelo. En el segundo análisis, el número total de empresas que han crecido durante 1993 según considera el modelo.

R= en el primer estudio, el número real de empresas que desarrollan actividad financiera en la muestra. En el segundo análisis, el número real de empresas que han crecido durante 1993 en la muestra.

P= el porcentaje total de empresas correctamente clasificadas por el modelo estimado correspondiente.

Del mismo modo, los errores de los modelos de regresión indican la precisión clasificatoria del modelo. Se pueden producir errores de tipo I (asignación incorrecta de empresas que desarrollaron actividad financiera en el primer estudio o de empresas que crecieron en el segundo) y errores de tipo II (empresas que no desarrollan actividad financiera y son incluidas en dicho grupo en el primer análisis, o empresas que no crecieron y fueron incluidas en dicho

grupo en el segundo). Se tratará de minimizar el error total (suma de los errores de tipo I y de tipo II).

2.4.) Otros estadísticos, como el de *Lagrange* o el de *Wald*, se pueden utilizar también en los modelos de regresión y análisis causal. Tanto el estadístico de *Wald* como el de Log-verosimilitud, tienen como hipótesis nula el modelo restringido, de forma que si el punto hallado por nosotros tiene una probabilidad pequeña (0,01 ó 0,05) aceptamos el modelo restringido. Por contra, el estadístico de *Lagrange multiplier* tiene como hipótesis nula el modelo no restringido, es decir, que si el valor crítico hallado de la distribución Chi-cuadrado es significativo admitimos el modelo restringido.

Adicionalmente, los modelos estimados se validarán contrastando su capacidad explicativa, consistencia y alcance aplicándolos sobre una muestra secundaria que abarca un período temporal mayor (1989-1994).

4.4. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES.

4.4.1. Variable dependiente a explicar y variables independientes explicativas de la actividad financiera de las empresas.³⁰

Variable dependiente:

a) MODELO DE REGRESIÓN LINEAL:

En la estimación inicial de un modelo de regresión lineal se toma como variable dependiente a explicar un índice continuo obtenido a partir del cociente entre los resultados financieros (ingresos menos gastos financieros) y las ventas de cada empresa (ACTFIN)³¹. Esta variable continua refleja la rentabilidad que se

³⁰ En el Anexo 4.1 se presenta el análisis univariante de cada una de las variables incluidas en los modelos.

³¹ El hecho de que una empresa obtenga unos resultados financieros positivos implica que sus costes financieros son muy reducidos y/o que sus cuantiosos ingresos financieros superan a sus costes financieros.

obtiene por invertir los recursos financieros disponibles en los mercados financieros y los ingresos derivados de los intereses que cobran a sus clientes por los créditos concedidos; medidos ambos conceptos en términos relativos al compararlos con el montante de ventas..

b) MODELOS DE RESPUESTA CUALITATIVA:

En las estimaciones posteriores de los modelos de respuesta cualitativa binomial (MPL, *logit* y *probit*) se adopta una perspectiva amplia a la hora de definir la variable dicotómica a explicar, "actividad financiera" (DISACTFI), dado que en la identificación de las empresas que desarrollan actividad financiera, se consideran las múltiples facetas que ésta engloba. En este sentido, se ha calificado a una empresa como "empresa que desarrolla actividad financiera" si durante el año 1993 cumplía cualquiera de las siguientes características -en ese caso, la variable dependiente dicotómica que se pretende explicar tomará el valor 1; y en caso contrario, esto es, que no se hayan cumplido ninguna de las características, el valor de la variable será 0-³²:

- Que la empresa haya emitido su tarjeta de compra propia, dado que mediante dicha tarjeta se suelen conceder créditos al consumo privado a los clientes.

- Que hayan obtenido unos resultados financieros positivos, que superen además el 1,2 por ciento de las ventas de la empresa³³.

³² Teniendo en cuenta la "amplitud" de facetas del fenómeno que se pretende explicar (actividad financiera desarrollada por las empresas españolas de distribución comercial), limitar la definición de la variable dependiente dicotómica a una única faceta -ej. emisión de tarjetas propias o no- perjudicaría el objetivo de nuestro estudio. No obstante, el considerar múltiples facetas de la actividad financiera de este tipo de empresas puede introducir cierto grado de subjetividad por parte del analista. De ahí, la realización de una estimación previa de un modelo de regresión lineal en el que la variable dependiente es una variable continua indicativa de la actividad financiera desarrollada por las empresas españolas de distribución comercial, y por tanto, se consideran todos los valores de su dominio a la hora de estimar el modelo.

³³ El análisis univariante de esta variable aconsejó tomar como valor crítico clasificatorio un valor del 1,2 por ciento. Estudios previos en los que se tomaron como tal punto crítico otros valores -por ejemplo, el cero- no arrojaron resultados clasificatorios de empresas de distribución comercial en dos grupos: las que desarrollan actividad financiera y las que no.

- Que la empresa disponga de cuentas corrientes para sus empleados, siendo ésta otra faceta de "actividad financiera" desarrollada por algunas grandes empresas del sector.

- Por último, que la empresa se dedique a la producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones además de a su actividad puramente comercial.

De este modo, al adoptar un enfoque amplio en su definición se evita el riesgo de dejar alguna empresa que desarrolla actividad financiera fuera de tal grupo de empresas en el análisis empírico.

Al analizar la muestra depurada de 288 empresas del sector se obtiene que 52 empresas forman el grupo de las que desarrollan actividad financiera, mientras que 236 pertenecen al grupo de las que no la desarrollan.

Variables independientes:

Una batería de 17 "*ratios*" basadas en estados contables anuales y otras informaciones públicas referidas al ejercicio 1992³⁴ integran la lista inicial de variables consideradas potencialmente explicativas de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial, agrupadas en cinco agregados (cuadro 4.2).

La selección de las "*ratios*" se ha realizado principalmente a partir de los resultados del estudio empírico descriptivo de las empresas representativas de cada agregado de empresas de distribución comercial desarrollado en apartados previos de esta Tesis.

³⁴ Las variables explicativas se refieren al año 1992. De este modo se garantiza la independencia entre ellas y el que realmente sean las variables que explican la dependiente y no al contrario.

VARIABLES	DESCRIPCION	INDICADOR DE
QUOTA PROVENT PMPAGO	<u>1) PODER DE MERCADO:</u> Cuota de mercado (Vtas emp/Vtas Tot.) Proveedores/Ventas..... Período Medio de pago.....	Dimensión relativa empresarial Poder de negociación Poder de negociac. y gestión capital circulante
PMTESO INVFCP CLIVENT MACRED	<u>2) POLITICAS DE CREDITO:</u> Período Medio de tesorería o días de caja Activo financiero CP/Activo circulante.. Clientes/Ventas..... (Ing.fin.+Otros ing.expl.)/(Cltes+Tesor)	Gestión de tesorería Inversiones financieras Volumen de ventas que la empresa financia Margen de rendimiento de los créditos
INVFILP INVPRO MAROI	<u>3) DECISIONES DE INVERSION:</u> Inmovilizado Financiero/Inmovilizado.. Inversiones ejerc./Proveedores ROI/Coste aparente de recursos ajenos...	Inversiones financieras Inversiones financiadas por proveedores Margen de Rtdad.econ. s/ coste aparente financ.
PRORA AUTOFI FOMANI COBGFIN	<u>4) DECISIONES DE FINANCIACION:</u> Proveedores/Recursos ajenos..... Reservas/Total pasivo..... Activo circulante/pasivo circulante..... Gtos financ./(Benef.Neto+Gtos financ.).	Estructura del capital financiero a corto Autofinanciación Fondo de maniobra y solvencia a corto y med.P Cobertura de gastos financieros
ENDEUD MAEXPL ROI	<u>5) RENTABILIDAD:</u> Recursos ajenos con coste/T.Pasivo..... BAII/Ventas Netas..... ROI = BAI/AT.....	"Ratio" de endeudamiento Margen neto explotación (posición comercial) Rentabilidad económica

DEFINICIONES	
PM de pago	(365 x Proveedores)/Compras Cdto.
PM de cobro	(365 x Clientes)/Ventas Cdto.
PM tesorer. (días caja)	(365 x Tesorería)/Total Gastos que suponen pagos
Gastos que suponen pagos	Compras al contado+Gtos.Personal+Otros Gtos.Expl.+Gtos.Financ. +Gtos.Extr.+Impuestos
Activo CP financiero	I.F.Temporales+Acc.Propias CP+Tesorería+Ajustes period.
Ingresos Financieros	Ing.partic.cap.+Ing.valor.mobil+Otros intereses
Inmovilizado Financiero	Inmov.Financie.+Acciones propias+Ac.des.no exig.
ROI/Coste aparente de recur. ajenos	(BAII/AT) : (Costes Financieros/Rec.Ajenos Totales)
Gastos Financieros	Gtos.Fin.Deud.LP+Otros Gtos.Financieros
Recursos Ajenos con coste explícito	Obligaciones (LP)+Deudas ent.cdto CP y LP+Deuda emp.grup CP y LP+Otros Acreedor. LP

Cuadro 4.2.: Variables potencialmente explicativas de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial.

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, para establecer estas cinco categorías de variables explicativas del comportamiento financiero de las grandes empresas españolas de distribución comercial se ha seguido muy de cerca el contenido de la parte teórica y descriptiva de esta investigación³⁵. La primera categoría recoge las variables explicativas del poder de mercado y la dimensión relativa empresarial. Las variables del segundo grupo tratan de reflejar aspectos relacionados con las políticas de crédito de las empresas que desarrollan actividad financiera. Así se incluyen "*ratios*" de actividad y gestión empresarial, como su período medio de tesorería -superior al necesario-; de estructura económica, como su proporción de activos financieros a corto plazo respecto del total de activo circulante; y de rentabilidad derivada de tales políticas de crédito -rentabilidad de los créditos concedidos-

El tercer grupo de variables se refiere a las decisiones de inversión de las empresas, sintetizando sus inversiones financieras, las inversiones financiadas con cargo a proveedores, así como la relación entre la rentabilidad de las inversiones y el coste aparente de los recursos ajenos. Las decisiones de financiación se engloban en el cuarto agregado de variables explicativas, evidenciando la financiación sin coste explícito, las políticas de autofinanciación y la solvencia a corto y largo plazo de este tipo de empresas. Finalmente, algunos indicadores que miden la rentabilidad se integran en un último agregado.

El estudio de las correlaciones estadísticas entre las variables de esta batería de "*ratios*" aconseja descartar seis para evitar redundancias de información dentro del mencionado conjunto de "*ratios*" objeto de análisis; teniendo en cuenta, además, que cuando se incorporan variables explicativas con alta correlación entre ellas en un modelo de regresión lineal se produce el problema de la multicolinealidad, que provoca estimadores insesgados y debilita el modelo de regresión. Debido a la correlación entre algunas variables se eliminaron aquellas que, correlacionadas con otras, eran menos significativas estadísticamente en los modelos de regresión estimados (véase la matriz de coeficientes de correlación de

³⁵ "El fundamento teórico acaba siendo el factor idóneo de elección de factores explicativos; de forma que se evitan variables irrelevantes -cumpliendo la propiedad de la parsimonia- y errores sistemáticos -incluyendo las variables realmente influyentes-" (De la Vega, 1995: 26).

Pearson entre las variables en el Anexo 4.3): PMPAGO, PMTESO, PRORA, AUTOFI, ENDEUD y ROI.

Como todo modelo que pretende simplificar la realidad, es de interés recoger siempre las variables influyentes aunque en el menor número posible. De ahí que después de realizar diversas estimaciones de modelos de regresión lineal, probabilidad lineal, *logit* y *probit* utilizando el total de las variables explicativas, la escasa o nula significación de alguna de ellas aconseje limitar su número total a una cifra razonable (3). Así, las variables independientes PROVENT, FOMANI y MAEXPL resultaron explicativas de la variable continua dependiente ACTFIN, y la variable discreta dependiente DISACTFI viene explicada por las variables QUOTA, FOMANI y MAEXPL.

4.4.2. Variables que reflejan las decisiones económicas y financieras de las empresas.

Variable dependiente:

La variable que se pretende explicar es aquélla que refleja la estrategia de expansión de las empresas españolas de distribución comercial. Esta decisión real de crecimiento se puede sintetizar en la variación positiva de las ventas de la empresa en un ejercicio económico respecto al inmediatamente anterior. Por tanto, la variable dependiente se define, según el modelo que tratemos de estimar, como:

a) **MODELO DE REGRESIÓN LINEAL.** La variable dependiente continua será la variación relativa de las ventas en el ejercicio 1993 respecto al 1992 (VARVTAS):

$$\text{VARVTAS: Variación de Ventas} = \frac{\text{Ventas de 1993} - \text{Ventas de 1992}}{\text{Ventas de 1992}}$$

b) **MODELOS DE RESPUESTA CUALITATIVA:** En estos modelos la variable dependiente dicotómica a explicar (DISVARVTA) se define discretizando el índice continuo “variación de ventas”, de tal forma que:

- Tomará valor $y_i=1$ cuando la variación de las ventas sea positiva, es decir, cuando la empresa crezca.

- Y será igual a cero, $y_i=0$, cuando se dé el caso contrario; es decir, la variación de las ventas sea nula o negativa y por tanto, la empresa no crezca.

Variables independientes:

Las variables explicativas reflejan algunas decisiones financieras y características empresariales (como el tamaño y la rentabilidad) que pueden determinar o condicionar las decisiones económicas de las empresas (en concreto, su estrategia de crecimiento); por lo que se refieren al ejercicio previo al correspondiente a la decisión real, es decir el 1992. Se pueden agrupar en tres agregados:

a) Variables que sintetizan decisiones de financiación y dividendos de la empresa:

- DECOM: "*Ratio*" de financiación sin coste = Deuda comercial a corto plazo/Pasivo total.
- DEBANC: "*Ratio*" de endeudamiento bancario (con coste) = Deuda bancaria a corto y largo plazo/Pasivo total.
- FINPRO: "*Ratio*" de financiación propia = Recursos propios/Pasivo total.
- AUTOFI: "*Ratio*" de autofinanciación = Reservas/Pasivo total.

b) Variable que refleja la dimensión de la empresa:

- QUOTA: Cuota de mercado = Ventas de la empresa/Ventas totales del sector.

c) Variable indicativa de la rentabilidad económica de la empresa:

- ROI: Rentabilidad de las inversiones o del activo = Beneficio antes de

intereses e impuestos/Activo total.

En los Anexos 4.2 y 4.4 se presentan, respectivamente, los análisis univariantes de cada una de estas variables y los coeficientes de correlación de Pearson entre las mismas.

4.5. INTERPRETACIÓN DEL RESULTADO DE LAS ESTIMACIONES.

El programa estadístico utilizado para la estimación de los parámetros de los modelos de regresión lineal, probabilidad lineal, *logit* y *probit* ha sido el ECONOMETRICS VIEWS 1.1. para WINDOWS, ya que calcula diversos estadísticos útiles para la validación de los modelos.

4.5.1. Modelos explicativos de la actividad financiera.

El número de observaciones (empresas) incluidas en las estimaciones de los modelos explicativos de la actividad financiera desarrollada por las empresas españolas de distribución comercial ha sido de 288, dado que fueron nulos los valores *missing*.

4.5.1.1. MODELO DE REGRESIÓN LINEAL ESTIMADO.

El modelo de regresión lineal estimado por mínimos cuadrados a partir de 288 observaciones muestrales ha sido el siguiente (4.21):

$$\text{ACTFIN} = -0,0590^* + 0,0701^* \cdot \text{PROVENT} + 0,0350^* \cdot \text{FOMANI} + 0,4117^* \cdot \text{MAEXPL}$$

$$(0,0053) \quad (0,0059) \quad (0,0049) \quad (0,0153)$$

De este modelo se interpreta que las empresas españolas de distribución comercial que deciden desarrollar actividades financieras distintas de su propia actividad comercial, son aquellas que poseen un gran poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, lo cual se refleja en el efecto positivo que la variable explicativa PROVENT (Proveedores/Ventas) tiene sobre la variable

dependiente. Además, a pesar de poseer un importante volumen de financiación sin coste explícito a corto plazo, su activo circulante supera su pasivo a corto plazo, según indica la contribución positiva de la variable independiente FOMANI (Activo circulante/Pasivo circulante) para la explicación y/o predicción de la actividad financiera. Ello se debe, por una parte a que su volumen de deudas a corto plazo con coste explícito es muy reducido, y por otra a que la financiación de proveedores les permite disponer de liquidez que rentabilizan en inversiones financieras y/o crediticias -concretamente, mediante la concesión de créditos para el consumo privado-. Es decir, sus créditos de provisión son precisamente los que les facilitan unos elevados recursos ajenos sin coste explícito que les permiten desarrollar actividades financieras.

Finalmente, la tercera variable explicativa MAEXPL (BAII/Ventas) de la actividad financiera informa que las empresas que deciden introducirse en este tipo de actividades poseen una posición comercial favorable frente a sus clientes, lo cual probablemente les conduzca a elevadas rentabilidades económicas o de su actividad comercial (recuérdese la desagregación de la "ratio" rentabilidad económica en el producto del margen por la rotación: $ROI = \frac{Ventas}{AT} \cdot \frac{BAII}{Ventas}$). Por lo que serán empresas rentables en su negocio habitual (distribución) las que decidan desarrollar otro tipo de actividades (las financieras) diferentes de su propia actividad.

Todas esas variables explicativas son muy significativas, según muestran los valores de los estadísticos *t-Student* de los estimadores de los parámetros de regresión³⁶, las probabilidades y los errores estándar (cuadro 4.3):

³⁶ Dado que cuando el estadístico *t* excede a 2 existe al menos una probabilidad del 95 por ciento de que el coeficiente no sea cero (es decir, de rechazar la hipótesis nula: $\beta_1=0$).

LS // Dependent Variable is ACTFIN				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Variable	Coefficient	Std.Error ^{a)}	T-Statistic	Prob. ^{b)}
C	-0.059027	0.005264	-11.21259	0.0000
PROVENT	0.070119	0.005876	11.93373	0.0000
FOMANI	0.034988	0.004876	7.175828	0.0000
MAEXPL	0.411656	0.015274	26.95201	0.0000
R-squared	0.903182	Mean dependent var		0.001738
Adjusted R-squared	0.902159	S.D. dependent var		0.123534
S.E. of regression	0.038641	Akaike info criterion		6.493099
Sum squared resid	0.424045	Schwarz criterion		-6.442224
Log likelihood	530.3520	F-statistic		883.1106
Durbin-Watson stat	2.187815	Prob(F-statistic)		0.000000

a) El error estandar mide el ruido estadístico que infecta a cada coeficiente de regresión.

b) Probabilidad de que los valores del estadístico t estén a la izquierda de una distribución t. Una probabilidad menor del 0,05 es tomada como evidencia fuerte de rechazo de la hipótesis de que el coeficiente verdadero sea igual a cero.

Cuadro 4.3.: Modelo de regresión lineal para explicar la actividad financiera (ACTFIN).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

En relación con la bondad del ajuste del modelo, en primer lugar el reducido valor del coeficiente C (constante en la regresión o nivel base de la predicción cuando el resto de variables independientes son igual a cero) muestra que las tres variables independientes del modelo explican prácticamente la totalidad del valor de la variable dependiente. Este ajuste casi perfecto se confirma con el valor del coeficiente R^2 (0.9), del error estandar de la regresión o medida resumen de los residuos de la predicción y del valor del estadístico F y su probabilidad que permiten rechazar la hipótesis de nulidad de todos los parámetros de las variables exógenas para cualquier nivel de confianza. Por otra parte, el valor del estadístico Durbin-Watson, próximo a 2, indica que no existe correlación entre las variables y el término error (dado que conduce a no descartar la hipótesis de ausencia de autocorrelación de primer orden entre las perturbaciones estocásticas al nivel de significación del 1 por ciento).

Finalmente, para contrastar la bondad del ajuste utilizamos la "ratio" de máxima verosimilitud $\lambda = L_0^*/L_1^*$ =(Función de máxima verosimilitud del modelo restringido/ Función de máxima verosimilitud del modelo no restringido), sabiendo que en este caso la variable

$$LR = -2 \log_e \lambda = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*)$$

se distribuye Chi-Cuadrado con 3 grados de libertad (χ^2_3), dado que son 3 el número de restricciones -en nuestro caso el número de coeficientes de regresión β que en la hipótesis nula H_0 se igualan a cero-.

LS // Dependent Variable is ACTFIN Sample: 1 288 Included observations: 288				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.001738	0.007279	0.238755	0.8115
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.001738
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.123534
S.E. of regression	0.123534	Akaike info criterion		-4.179012
Sum squared resid	4.379803	Schwarz criterion		-4.166294
Log likelihood	194.1235	Durbin-Watson stat		2.008894

Cuadro 4.3.: Modelo restringido (bajo hipótesis nula $H_0: \beta_i = 0$).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

A partir de los logaritmos de las funciones de máxima verosimilitud (*Log likelihood*) de los modelos restringido (cuadro 4.3) y no restringido (cuadro 4.2), el valor de la "ratio" de verosimilitud observado:

$$LR_{obs} = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 672,457$$

Por lo que se rechaza la hipótesis de nulidad de los parámetros de regresión y por ende, el modelo resulta significativo al nivel de 0,001.

4.5.1.2. MODELOS DE RESPUESTA CUALITATIVA ESTIMADOS:

Estos modelos coinciden en considerar la variable dependiente a explicar discreta en el sentido de que únicamente puede adoptar dos valores (0,1):

$DISACTFI_i = 1$ si la empresa i desarrolla actividad financiera.

$DISACTFI_i = 0$ en otro caso.

a) Modelo de probabilidad lineal

La estimación del modelo de probabilidad lineal (MPL) por mínimos cuadrados conduce prácticamente a los mismos resultados que el modelo de regresión con variable dependiente continua, en cuanto a las variables explicativas. Difiere únicamente en la variable que refleja el poder de mercado de las empresas españolas que deciden introducirse en actividades financieras. En el MPL (cuadro 4.4) se sustituye la variable PROVENT por QUOTA (cuota de mercado=Ventas de la empresa/Ventas del sector total), indicativa igualmente del poder de mercado de las empresas, así como de su tamaño relativo, dado que se trata de empresas de gran dimensión.

Ecuación 4.22:

$$DISACTFI = -0,0023 + 0,0735 \cdot QUOTA + 0,1523 \cdot FOMANI + 0,2683 \cdot MAEXPL$$

$$(0,0492) \quad (0,0139) \quad (0,0433) \quad (0,1006)$$

LS // Dependent Variable is DISACTFI				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-0.002334	0.049153	-0.047492	0.9622
QUOTA	0.073491	0.013853	5.305102	0.0000
FOMANI	0.152334	0.043335	3.515261	0.0005
MAEXPL	0.268265	0.100593	2.666844	0.0081
R-squared	0.137378	Mean dependent var		0.180556
Adjusted R-squared	0.128266	S.D. dependent var		0.385319
S.E. of regression	0.359760	Akaike info criterion		-2.030847
Sum squared resid	36.75727	Schwartz criterion		-1.979972
Log likelihood	-112.2123	F-statistic		15.07631
Durbin-Watson stat	2.089731	Prob(F-statistic)		0.000000

Cuadro 4.4.: Modelo de probabilidad lineal para explicar la actividad financiera.
Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

En este modelo, los coeficientes de regresión β resultan significativos individualmente considerados como nos informan los estadísticos t. Sin embargo, deja fuera variables explicativas significativas, por lo que no proporciona un ajuste demasiado perfecto.

Aplicamos el contraste de la "ratio" de verosimilitud para determinar la bondad del ajuste, calculando las funciones de verosimilitud de ambos modelos (restringido y no restringido, cuadros 4.4 y 4.5 respectivamente), que se distribuyen según una Chi-Cuadrado con 3 grados de libertad.

Dado que el valor muestral de la "ratio" $LR_{obs} = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 42,560$, el modelo de probabilidad lineal resulta significativo al nivel de 0,001.

LS // Dependent Variable is DISACTFI				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.180556	0.022705	7.952188	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.180556
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.385319
S.E. of regression	0.385319	Akaike info criterion		-1.903901
Sum squared resid	42.61111	Schwartz criterion		-1.891182
Log likelihood	-133.4925	Durbin-Watson stat		2.112125

Cuadro 4.5.: Modelo de probabilidad lineal no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (*output* del Econometric Views 1.1).

Por último, para evaluar la precisión y eficiencia clasificatoria de este modelo podemos calcular los errores de tipo I y II; así como una medida de eficiencia ponderada (EP) (Korobow y Stuhr; 1985: 268-70):

$$EP = \left(\frac{C}{T} \right) \cdot \left(\frac{C}{R} \right) \cdot P$$

T= número total de empresas que desarrollan actividad financiera según considera el modelo, es decir, número de observaciones para las que el valor de la variable dependiente estimado sea mayor que 0,5.

C= número de empresas que desarrollan actividad financiera correctamente identificadas por el modelo.

R= número real de empresas que desarrollan actividad financiera en la muestra (son 52 empresas).

P= el porcentaje total de empresas correctamente clasificadas por el modelo
 estimado= $\frac{\text{número de predicciones correctas}}{\text{número total de observaciones}}$

El modelo asigna correctamente el 86,11 por ciento del conjunto de las observaciones muestrales, siendo el error de tipo I del 76,9 por ciento (40 empresas que desarrollaron actividad financiera se asignaron incorrectamente entre 52) y el error de tipo II del 0,42 por ciento (1 empresa que no desarrolló actividad financiera y fue incluida en dicho grupo sobre 236) (Error total: 77,32 por ciento). Del mismo modo, la medida de eficiencia ponderada (18,34 por ciento, siendo el máximo posible 100 por ciento) pone en entredicho la eficiencia predictiva de este modelo.

Dado que la capacidad predictiva y clasificatoria de este modelo es escasa, y sin embargo, el poder explicativo de las variables independientes incluidas en el mismo es significativo, se puede concluir que hemos dejado algunas variables exógenas significativas fuera del modelo.

Teniendo en cuenta los problemas del modelo de probabilidad lineal (Amemiya, 1981:1486-87), en particular el inconveniente de que puede llegarse a estimaciones de la variable dependiente y_i fuera del intervalo (0,1) y en consecuencia, verse obligados a forzados truncamientos en los puntos extremos, no parece recomendable su empleo en la etapa final de un estudio, sino más bien como una guía de referencia en los momentos iniciales. De ahí el interés de otro tipo de modelos econométricos.

b) Modelo logit

Del modelo logit estimado a partir de las observaciones muestrales se interpreta, al igual que del MPL, que las empresas de distribución que deciden desarrollar actividad financiera son aquéllas que poseen una mayor cuota de mercado (QUOTA), que refleja su poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores. Igualmente, el relevante peso que tienen sus activos circulantes (FOMANI) pone de manifiesto la disponibilidad de unos elevados recursos que emplean en desarrollar actividades financieras: inversiones financieras en los mercados de capitales y concesión de créditos al consumo privado, principalmente.

Además, estas empresas generan una rentabilidad económica elevada que se deriva de su posición comercial favorable (MAEXPL), lo que les permite introducirse en negocios financieros distintos de su actividad comercial (cuadro 4.6).

Ecuación 4.23:

$$\text{DISACTFI} = -4,0503^* + 3,5879^* \cdot \text{QUOTA} + 1,6226^* \cdot \text{FOMANI} + 3,7533^* \cdot \text{MAEXPL}$$

(0,5571) (0,8665) (0,4061) (1,6380)

LOGIT // Dependent Variable is DISACTFI				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Convergence achieved after 6 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-4.050314	0.557115	-7.270165	0.0000
QUOTA	3.587949	0.866474	4.140863	0.0000
FOMANI	1.622610	0.406092	3.995675	0.0001
MAEXPL	3.753285	1.637982	2.291408	0.0227
Log likelihood	-104.9701			
Obs with Dep=1	52			
Obs with Dep=0	236			
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	
QUOTA	0.326783	1.288598	0.114858	
FOMANI	1.010267	1.192804	0.970047	
MAEXPL	0.018548	0.071043	0.006982	

Cuadro 4.6.: Modelo *logit* para explicar la actividad financiera (DISACTFI).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

El valor observado de la "ratio" de verosimilitud (que se distribuye (χ^2_3)) para contrastar la bondad del ajuste del modelo, $LR = -2 \log_e \lambda = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*) = 62,067$, indica que se rechaza la hipótesis nula y en consecuencia el modelo *logit* estimado resulta significativo a un nivel del 0.001 por ciento.

LOGIT // Dependent Variable is DISACTFI				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Convergence achieved after 3 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-1.512588	0.153189	-9.873991	0.0000
Log likelihood -136.0036				
Obs with Dep=1 52				
Obs with Dep=0 236				
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	

Cuadro 4.7.: Modelo *logit* no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia.

Para examinar la precisión clasificatoria del modelo estimado seguimos el mismo procedimiento que el aplicado en el caso concerniente al MPL. Una determinada empresa se asigna al grupo de las empresas que desarrollan actividad financiera si la $\text{Prob}(y_i=1)$ estimada por el modelo *logit* resulta mayor o igual que 0,5. En caso contrario se asignará al grupo de las empresas que no desarrollan actividad financiera. Con dicha regla, el error de tipo I es del 40,38 por ciento (21 empresas que desarrollaban actividad financiera de un total de 52 resultaron mal clasificadas) y el error de tipo II del 1,27 por ciento (tan sólo 3 empresas que no desarrollaron actividad financiera de un total de 236 fueron incluidas en dicho grupo por el modelo), por lo que conlleva un menor error total que el MPL (41,65 por ciento frente a 77,32 por ciento), y por ende, clasifica correctamente un mayor porcentaje de empresas (91,67 por ciento). De ahí que la eficiencia ponderada sea también más elevada (49,83 por ciento).

En definitiva, el modelo *logit* clasifica de forma más eficiente que el MPL a las empresas españolas de distribución comercial en sendos grupos de las que desarrollan actividad financiera y las que no. Y los resultados de los tests sugieren que dicho modelo estimado goza de suficiente capacidad explicativa.

c) Modelo probit

El modelo *probit* o *normit* estimado por maximoverosimilitud incluye como variables exógenas las mismas que el *logit* antes presentado:

Ecuación 4.24:

$$\text{DISACTFI} = -2,3636^* + 2,0587^* \cdot \text{QUOTA} + 0,9373^* \cdot \text{FOMANI} + 2,1427^* \cdot \text{MAEXPL}$$

(0,2955) (0,4546) (0,2239) (0,9663)

De acuerdo con los estadísticos t correspondientes a los estimadores de los parámetros de las variables independientes, cada uno de estos últimos es significativamente diferente de cero (QUOTA, FOMANI) y dos por ciento (MAEXPL) (cuadro 4.8).

PROBIT // Dependent Variable is DISACTFI				
Sample: 1 288				
Included observations: 288				
Convergence achieved after 5 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-2.363601	0.295520	-7.998108	0.0000
QUOTA	2.058695	0.454570	4.528881	0.0000
FOMANI	0.937326	0.223924	4.185918	0.0000
MAEXPL	2.142722	0.966322	2.217400	0.0274
Log likelihood	-104.4589			
Obs with Dep=1	52			
Obs with Dep=0	236			
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	
QUOTA	0.326783	1.288598	0.114858	
FOMANI	1.010267	1.192804	0.970047	
MAEXPL	0.018548	0.071043	0.006982	

Cuadro 4.8.: Modelo *probit* o *normit* para explicar la actividad financiera (DISACTFI).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

El estadístico utilizado en el contraste de la "ratio" o razón de verosimilitud, RL, se calcula igual que en el caso logístico, distribuyéndose asintóticamente como una Chi-Cuadrado con 3 grados de libertad. Su valor observado $\{LR=2(\ln L_1^* - \ln L_0^*)=63,0894\}$, nos permite rechazar al nivel 0,001 por ciento la hipótesis básica de nulidad de los coeficientes de las tres variables explicativas en el modelo estimado.

PROBIT // Dependent Variable is DISACTFI Sample: 1 288 Included observations: 288 Convergence achieved after 3 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-0.913250	0.086211	-10.59315	0.0000
Log likelihood	-136.0036			
Obs with Dep=1	52			
Obs with Dep=0	236			
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	

Cuadro 4.9.: Modelo *probit* no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

En el examen de la precisión y eficiencia clasificatoria del modelo estimado se utiliza la misma regla de asignación que en los modelos anteriores -una empresa se asigna al grupo de las empresas que desarrollan actividad financiera si la $\text{Prob}(y_i=1)$ estimada por el modelo *probit* resulta mayor o igual que 0,5-. Así, aplicando el modelo estimado de tipo *normit* sobre la muestra de análisis, se comete un error de tipo I del 44,23 por ciento (23 empresas sobre 52) y de tipo II del 0,85 por ciento (2 empresas sobre 236), por lo que el error total (45,07 por ciento) resulta un poco mayor que en el modelo *logit* y bastante menor que en el MPL, dado que 246 empresas de un total de 288 (tamaño de la muestra) resultan correctamente clasificadas (91,32 por ciento) y la medida de eficiencia ponderada es del 47,64 por ciento.

Considerando que las funciones de densidad y de distribución de la normal estándar tienen un perfil muy parecido al de las correspondientes a la logística estándar, no es extraña la similitud de los resultados empíricos obtenidos en términos de clasificaciones en los respectivos modelos -constituidos por las mismas variables exógenas-. Sin embargo, como ya se comentó anteriormente, los estimadores de los coeficientes en uno y otro caso no son directamente equiparables; como la distribución logística estándar tiene una varianza igual a $\pi^2/3$, hemos de esperar que, *ceteris paribus*, los parámetros *logit* β_{LOGIT} serán aproximadamente $0,625 \left(\approx \sqrt{3}/\pi \right)$ veces mayores en valor absoluto que los del modelo *probit* β_{PROBIT} equivalente, circunstancia que, *grosso modo*, puede comprobarse en nuestro estudio. Al igual que las relaciones entre tales coeficientes y los del modelo de probabilidad lineal (Amemiya, 1981: 1488; Altman *et al.*, 1981: 16-18; Maddala, 1992: 328-329).

Desgraciadamente, la falta de información individual de estas empresas para otros años no ha permitido validar adicionalmente los modelos estimados, contrastando su capacidad explicativa, consistencia y alcance al aplicarlos sobre una muestra secundaria. Sin embargo en el epígrafe 4.6. "Validación de los modelos econométricos de comportamiento financiero para las grandes empresas de distribución comercial en España" se realizará un contraste de la eficiencia de los mismos sobre una serie temporal de seis años del agregado de grandes empresas españolas de distribución comercial, según la base de datos de la CBBE.

4.5.1. Modelos de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas.

Para llevar a cabo un estudio de las posibles interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas españolas de distribución comercial se ha seguido la misma metodología que en el análisis previo sobre los factores explicativos de la actividad financiera que algunas desarrollan. Aunque en este estudio, las estimaciones de los modelos se realizarán sobre una muestra mayor (de 465 observaciones o empresas), dado que se dispone de información sobre las variables a incluir en los modelos de tales empresas.

4.5.2.1. MODELO DE REGRESIÓN LINEAL ESTIMADO.

El modelo de regresión lineal estimado por mínimos cuadrados para explicar la variable dependiente continua "variación de ventas durante el ejercicio 1993" (VARVTAS) sugiere que la decisión de crecer de las empresas españolas de distribución comercial está condicionada por sus políticas financieras (ecuación 4.25). Los parámetros de las dos variables introducidas en el modelo estimado presentan el signo que era de esperar. En efecto, el índice FINPRO (Recursos propios/Total pasivo) representa la proporción de financiación propia de la empresa e implícitamente de financiación ajena; por lo que se deduce que a medida que esta última adquiere una mayor proporción en la estructura financiera de las empresas de distribución comercial, se incrementa la probabilidad de que puedan llevar a cabo estrategias de expansión. La segunda variable exógena (DEBANC, Deuda bancaria a corto y largo plazo/Total pasivo) explica cuál es el tipo de financiación ajena que permite crecer a las empresas de distribución comercial, esta es, la que no tiene coste explícito, dado que la deuda bancaria (con coste) tiene un efecto negativo en el crecimiento de las ventas.

$$\text{VARVTAS} = 0,1899^* - 0,3105^* \cdot \text{FINPRO} - 0,6981^* \cdot \text{DEBANC} \quad (4.25)$$

(0,0386) (0,1208) (0,2588)

LS // Dependent Variable is VARVTAS				
Sample: 1 465				
Included observations: 465				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.189890	0.038568	4.923550	0.0000
FINPRO	-0.310515	0.120775	-2.571011	0.0105
DEBANC	-0.698086	0.258762	-2.697788	0.0072
R-squared	0.054689	Mean dependent var		0.086913
Adjusted R-squared	0.046746	S.D. dependent var		0.482666
S.E. of regression	0.477586	Akaike info criterion		-1.471593
Sum squared resid	63.22047	Schwarz criterion		-1.444870
Log likelihood	-314.6610	F-statistic		6.884549
Durbin-Watson stat	1.985906	Prob(F-statistic)		0.001240

Cuadro 4.10.: Modelo de regresión lineal de interrelaciones entre las decisiones financieras (VARVTAS).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

De acuerdo con los estadísticos t correspondientes a los estimadores de los parámetros de regresión en los contrastes individuales, cada uno de los coeficientes de las variables explicativas es significativamente diferente de cero al nivel del 1 por ciento (cuadro 4.10). Igualmente, el valor del estadístico F , para cualquiera de los niveles de significación habitualmente utilizados, permite rechazar la hipótesis de nulidad de todos los parámetros de las variables exógenas.

A juzgar por el coeficiente de determinación (*R-squared*, R^2), este modelo estimado explica únicamente el 5,47 por ciento de la varianza de la variable VARVTAS. El valor del estadístico *Durbin-Watson* conduce a no descartar la hipótesis de ausencia de autocorrelación de primer orden entre las variables y las perturbaciones estocásticas, al nivel de significación del 1 por ciento.

Para contrastar la bondad del ajuste utilizamos la “*ratio*” de máxima verosimilitud $\lambda = L_0^*/L_1^*$ =(Función de máxima verosimilitud del modelo restringido/ Función de máxima verosimilitud del modelo no restringido), sabiendo que en este caso la variable

$$LR = -2 \log_e \lambda = 2(\ln L_1^* - \ln L_0^*)$$

se distribuye Chi-Cuadrado con 2 grados de libertad (χ^2_2), dado que existen 2 restricciones -en nuestro caso el número de coeficientes de regresión β que en la hipótesis nula H_0 se igualan a cero-. Como el valor que toma este estadístico ($LR_{obs} = 11,8488$) calculado a partir de los logaritmos de las funciones de máxima verosimilitud (*Log likelihood*) de los modelos restringido (cuadro 4.11) y no restringido (cuadro 4.10), supera a 10,60³⁷, se rechaza la hipótesis de nulidad de los parámetros de regresión y por ende, el modelo resulta significativo al nivel de 0,005.

³⁷ Sabiendo que en las tablas de la (χ^2_2), la $\text{Prob}(\chi^2_2 \leq 10,60) = 0,995$.

LS // Dependent Variable is VARVTAS Sample: 1 465 Included observations: 465				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.086913	0.022383	3.882987	0.0001
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.086913
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.482666
S.E. of regression	0.482666	Akaike info criterion		-1.454714
Sum squared resid	66.87799	Schwarz criterion		-1.445806
Log likelihood	-320.5854	Durbin-Watson stat		1.946923

Cuadro 4.11.: Modelo de regresión lineal no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

4.5.2.2. MODELOS DE RESPUESTA CUALITATIVA ESTIMADOS:

En este segundo estudio, la variable dependiente dicotómica característica de este tipo de modelos de respuesta cualitativa se define de la siguiente forma:

$DISVARVTA_i = 1$ si las ventas de la empresa i crecen.

$DISVARVTA_i = 0$ en otro caso.

a) Modelo de probabilidad lineal:

En este caso, la estimación del modelo de probabilidad lineal (MPL) por mínimos cuadrados (ecuación 4.26) conduce también a similares resultados que el modelo de regresión con variable dependiente continua.

$$DISVARVTA = 0,4846^* + 0,6357^* \cdot ROI + 0,3102^* \cdot DECOM \quad (4.26)$$

(0,0394) (0,2772) (0,0733)

Del MPL estimado se interpreta que la financiación de proveedores (sin coste) recogida en la variable DECOM (Deuda comercial a corto plazo/Pasivo total) incrementa la probabilidad de que las empresas españolas de distribución comercial

decidan llevar a cabo estrategias de expansión. Lo cual parece lógico dado que un crecimiento financiado mediante recursos sin coste (créditos de provisión) resulta atractivo para cualquier empresa. Esta es la misma conclusión que arrojaba el modelo de regresión lineal con variable continua estimado.

Además, la segunda variable exógena del MPL indica que la probabilidad de crecimiento de las empresas está condicionada igualmente por la rentabilidad económica que obtengan ($ROI = \text{Beneficio antes de intereses e impuestos} / \text{Activo total}$). Es decir, las empresas de distribución comercial que obtienen mayor rentabilidad de sus inversiones tienen una mayor probabilidad de desarrollar estrategias de expansión. Parece obvio que sean las empresas más rentables las que puedan llevar a cabo estrategias de crecimiento.

En relación con la significatividad estadística de los parámetros estimados (cuadro 4.12), ambos son significativos a un nivel del 1 por ciento según indican los valores del estadístico t. El estadístico F también conduce a rechazar la hipótesis nula (todos los coeficientes de regresión son igual a cero). Por su parte, el estadístico *Durbin-Watson* admite que las variables y los términos errores no están correlacionados.

LS // Dependent Variable is DISVARVTA				
Sample: 1 465				
Included observations: 465				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.484558	0.039439	12.28610	0.0000
ROI	0.635720	0.277162	2.520094	0.0123
DECOM	0.310218	0.073326	4.230682	0.0000
R-squared	0.053489	Mean dependent var		0.638710
Adjusted R-squared	0.045535	S.D. dependent var		0.480892
S.E. of regression	0.462454	Akaike info criterion		-1.501935
Sum squared resid	50.89951	Schwarz criterion		-1.475212
Log likelihood	-307.6065	F-statistic		11.46988
Durbin-Watson stat	2.016666	Prob(F-statistic)		0.000014

Cuadro 4.12.: Modelo de probabilidad lineal de interrelaciones entre las decisiones financieras (DISVARVTA).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

LS // Dependent Variable is DISVARVTA Sample: 1 465 Included observations: 465				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.638710	0.022301	28.64063	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var		0.638710
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var		0.480892
S.E. of regression	0.480892	Akaike info criterion		-1.462078
Sum squared resid	53.77593	Schwartz criterion		-1.453170
Log likelihood	-318.8734	Durbin-Watson stat		2.022306

Cuadro 4.13.: Modelo de probabilidad lineal no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

De acuerdo con el valor del estadístico "ratio" de verosimilitud, que en este caso se distribuye Chi-Cuadrado con 2 grados de libertad (χ^2_2) (LR=22,5338, calculado a partir de *Log likelihood* de los modelos restringido y no restringido, cuadros 4.13 y 4.12, respectivamente), el MPL estimado resulta significativo para cualquier nivel de confianza generalmente utilizado.

Dado que con nuestro estudio no se pretende establecer una clasificación de empresas que crecen y no, sino que se pretende establecer un modelo que considere las interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas españolas de distribución comercial, no vamos a deternos excesivamente en el análisis de la eficiencia y precisión clasificatoria de los distintos modelos. Unicamente se expondrá un cuadro resumen con las diferentes medidas de estos conceptos para cada uno de los modelos de respuesta cualitativa estimados: errores de tipo I, II y total, porcentaje total de empresas correctamente clasificadas por cada modelo estimado (P) y una medida de eficiencia ponderada (EP) (cuadro 4.18).

b) Modelo logit

Los resultados econométricos de la estimación maximoverosímil del modelo logístico se concretan en los siguientes:

$$\text{DISVARVTA} = -0,0864 + 2,8304 \cdot \text{ROI} + 1,3626 \cdot \text{DECOM} \quad (4.27)$$

(0,1733) (1,3247) (0,3325)

LOGIT // Dependent Variable is DISVARVTA				
Sample: 1 465				
Included observations: 465				
Convergence achieved after 3 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-0.086359	0.173350	-1.013421	0.3119
ROI	2.830421	1.324702	2.309822	0.0218
DECOM	1.362605	0.332505	4.098000	0.0000
Log likelihood -293.2007				
Obs with Dep=1 297				
Obs with Dep=0 168				
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	
ROI	0.033361	0.039397	0.022691	
DECOM	0.428550	0.471273	0.353021	

Cuadro 4.14.: Modelo logit de interrelaciones entre las decisiones financieras (DISVARVTA).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

Por lo que, como era de esperar, conduce a la misma interpretación que el MPL, al resultar estadísticamente significativos los estimadores de los parámetros de las mismas variables independientes (ROI y DECOM), cuyos efectos sobre la variable dicotómica dependiente (DISVARVTA) son lógicamente del mismo signo.

Para examinar la bondad del ajuste del modelo utilizamos, igualmente, el contraste de la "ratio" o razón de verosimilitud, que en este caso se distribuye Chi-

Cuadrado con 2 grados de libertad (χ^2_2). El valor que adquiere este estadístico a partir del modelo *logit* estimado con los datos muestrales $\{LR=2(\ln L_1^* - \ln L_0^*)=21,9646\}$ sugiere que dicho modelo es significativo a los niveles de significación habitualmente considerados.

LOGIT // Dependent Variable is DISVARVTA Sample: 1 465 Included observations: 465 Convergence achieved after 2 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.569768	0.096537	5.902098	0.0000
Log likelihood -304.1830 Obs with Dep=1 297 Obs with Dep=0 168				
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	

Cuadro 4.15.: Modelo *logit* no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

c) Modelo *probit*

Finalmente, el modelo *normit* estimado arroja resultados similares a los modelos previos de probabilidad lineal y *logit*, principalmente en lo que se refiere a las variables exógenas incluidas y a la significación estadística de los estimadores de los coeficientes de las mismas (cuadro 4.16).

$$\text{DISVARVTA} = -0,0529 + 1,7710^* \cdot \text{ROI} + 0,8384^* \cdot \text{DECOM} \quad (4.28)$$

(0,1076) (0,8133) (0,2027)

PROBIT // Dependent Variable is DISVARVTA				
Sample: 1 465				
Included observations: 465				
Convergence achieved after 2 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-0.052866	0.107641	-1.012076	0.3125
ROI	1.770969	0.813337	2.362214	0.0190
DECOM	0.838383	0.202730	4.135462	0.0000
Log likelihood -293.1743				
Obs with Dep=1 297				
Obs with Dep=0 168				
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	
ROI	0.033361	0.039397	0.022691	
DECOM	0.428550	0.471273	0.353021	

Cuadro 4.16.: Modelo *probit* de interrelaciones entre las decisiones financieras (DISVARVTA).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

PROBIT // Dependent Variable is DISVARVTA				
Sample: 1 465				
Included observations: 465				
Convergence achieved after 2 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0.355012	0.059470	5.969584	0.0000
Log likelihood -304.1830				
Obs with Dep=1 297				
Obs with Dep=0 168				
Variable	Mean All	Mean D=1	Mean D=0	
C	1.000000	1.000000	1.000000	

Cuadro 4.17.: Modelo *probit* no restringido (bajo hipótesis alternativa).

Fuente: Elaboración propia (output del Econometric Views 1.1).

En relación con la significatividad estadística del modelo en su conjunto, a juzgar por el valor que adquiere el estadístico de la razón de verosimilitud ($LR=22,0174$), el modelo *probit* estimado ajusta mejor la regresión que los modelos previos (MPL y *logit*), al igual que ocurría con el primer estudio realizado. E igualmente, en tales modelos se constata la relación existente entre sus coeficientes de regresión estimados.

A continuación se expone el cuadro resumen de las medidas de precisión y eficiencia clasificatoria de los modelos de respuesta cualitativa estimados, para explicar las interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas españolas de distribución comercial:

CUADRO RESUMEN	ERROR I	ERROR II	ERROR TOTAL	P (a)	EP (b)
Modelo Prob.Lineal	5,39 %	53,47 %	58,96 %	77,20 %	56,86 %
Modelo <i>Logit</i>	14,48 %	29,16 %	43,64 %	80,22 %	62,68 %
Modelo <i>Probit</i>	15,15 %	23,81 %	38,96 %	81,72 %	58,24 %

(a) P= porcentaje total de empresas correctamente clasificadas por el modelo estimado.

(b) EP= Medida de eficiencia ponderada (Korobow y Stuhr; 1985: 268-70).

Cuadro 4.18.: Medidas de precisión y eficiencia clasificatoria.

Fuente: Elaboración propia.

4.6. VALIDACIÓN DE LOS MODELOS ECONOMETRICOS DE COMPORTAMIENTO FINANCIERO PARA LAS GRANDES EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL EN ESPAÑA.

4.6.1. Base de datos utilizada en la contrastación empírica del modelo.

En este epígrafe se expondrán las características de la muestra y del período temporal de la base de datos agregados de las "grandes empresas españolas de distribución comercial", según la información proporcionada por la CBBE, que será utilizada para validar intertemporalmente y para estas grandes empresas los modelos de comportamiento financiero estimados en el apartado precedente.

4.6.1.1. Período temporal de la base de datos:

El período temporal elegido es el comprendido entre los años 1989-1994. La incorporación de España a la entonces Comunidad Económica Europea en el año 1986 supuso un importante cambio en la economía española, sobre todo para el sector de la distribución comercial. Aproximadamente, a partir de 1989, los efectos de esta "apertura" de España al exterior empezaron a evidenciarse notablemente; sobre todo en relación con la rápida proliferación de las grandes superficies francesas en España.

Ello, unido a los cambios de hábitos de consumo de los consumidores, ha tenido una influencia decisiva en la transformación que ha experimentado el sector durante los últimos años, en los que se constata un proceso de concentración y por ende, un incremento del poder de mercado de las grandes empresas, así como el inicio de sus estrategias de expansión y diversificación hacia "nuevos" negocios, incluidos los financieros.

Por tanto, es durante el período 1989-1994 cuando la actividad financiera de las grandes empresas españolas de distribución comercial empieza a manifestarse.

Por otro lado, el período objeto de estudio finaliza en el año 1994, por ser los datos de este año los últimos disponibles hasta la actualidad, tanto en las bases de datos de la CBBE, como en el Registro Mercantil. Dentro de este período, concretamente en el año 1991, la Central de Balances reformó el cuestionario de solicitud de información a las empresas para adaptarlo al Nuevo Plan General Contable de 1990, lo cual plantea una ruptura con los datos anteriores (CBBE, 1993); si bien no distorsiona el objetivo final de nuestro análisis.

La amplitud de la serie temporal analizada permite contrastar si para el conjunto de grandes empresas españolas de distribución comercial se verifican los modelos de comportamiento financiero estimados en el apartado anterior (4.5.) durante distintos ejercicios.

4.6.1.2. Características de la muestra y base de datos (CBBE):

El agregado "grandes empresas españolas de distribución comercial" está formado por una muestra de siete empresas cuya actividad principal es la distribución comercial, comunes a las bases de datos 1990, 1991, 1992, 1993 y 1994 de la CBBE, según una relación de las doce empresas de mayor volumen de ventas del sector en 1994³⁸ -la facturación de cada una de estas empresas superó 50.000 millones de pesetas en el ejercicio 1994-. La elección de esta muestra se justifica porque son éstas las empresas que prestan un mayor número de servicios financieros, dado que tienen una determinada dimensión y poder de mercado que les permite generar ese negocio financiero.

Las empresas que forman el agregado de grandes empresas de distribución son de naturaleza privada. También se han considerado aquellas empresas subsidiarias de empresas extranjeras que contestan voluntariamente a los cuestionarios de la CBBE.

³⁸ Esta relación incluía: El Corte Inglés, S.A.; Centros Comerciales Pryca, S.A.; Centros Comerciales Continente, S.A.; Alcampo, S.A.; Mercadona, S.A.; Eroski, Sociedad Cooperativa; Makro, Autoservicio Mayorista, S.A.; Supermercados Sabeco, S.A.; Simago, S.A.; Cortefiel; Unión Detallistas Españoles, Sociedad Cooperativa y Autoservicios Caprabo, S.A.

La Central de Balances somete la información facilitada por las empresas a un tratamiento o proceso de depuración en contacto directo con cada una de dichas empresas. Estas pruebas se clasifican en pruebas de coherencia interna, es decir, coherencia de la empresa consigo misma, y de coherencia externa, en tanto que aplica los mismos criterios contables a todas las empresas, para facilitar la agregación de todas ellas, y en definitiva, dotar de validez analítica al resultado de la agregación³⁹.

La CBBE recoge la información económico-financiera de las empresas colaboradoras, que han ido aumentando hasta 1990, año en el que se produjo la estabilización en el nivel de colaboración. De la base de 1994, abierta en la primavera de 1995 y que se cerrará en la de 1996 (concretamente en el mes de abril), se recopilaron, hasta el 31 de octubre de 1995, 5.111 empresas, que representaban una cobertura del 18,2 por ciento al valor añadido bruto al coste de los factores (VABcf) del sector "empresas no financieras y familias" de la *Contabilidad Nacional de España*.⁴⁰

La peculiar composición de la muestra que integran las bases de datos -empresas que voluntariamente han decidido cumplimentar los cuestionario- conlleva la existencia de unos sesgos y consideraciones que se deben tener en cuenta en cualquier análisis realizado a partir de los datos de la Central de Balances:

- Predomina la empresa grande, la empresa pública y las empresas con un elevado porcentaje de personal fijo.
- La representación de las distintas actividades económicas es también desigual⁴¹.

³⁹ Para un mayor detalle, véase la Nota Metodológica del informe anual de la CBBE (Banco de España (1995): *Resultados anuales de las empresas no financieras 1994*).

⁴⁰ No existe en *Contabilidad Nacional* una cuenta que recoja separadamente el VABcf de las empresas no financieras.

⁴¹ Por ejemplo, la cobertura de la CBBE en el sector comercio; reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores, y artículos personales de uso doméstico (ramas de actividad CNAE/93) en 1990, fue del 14,2 por ciento respecto al total que la Contabilidad Nacional estimó para esa rama; y en 1991 el 12,3 por ciento.

- En la aproximación por Comunidades Autónomas de la Central, como se clasifica a cada empresa según la localización geográfica (provincia) de su domicilio social, éstas quedan vinculadas a la provincia de su sede social, y no a las provincias donde se localizan sus centros de producción.

- Finalmente, deben considerarse los indicadores de cobertura de las empresas recopiladas por la CBBE respecto de la información de la Contabilidad Nacional (cuadro 4.19).

	% de cobertura sobre emp.no financieras y familias	
	AÑO 1990	AÑO 1991
Valor añadido bruto al coste de los factores.....	23,3	22,1
Número total de trabajadores asalariados.....	21,6	20,8
Gastos de personal.....	38,1	34,6
Capitalización bursátil (1991).....	68,7 (a)	69,1 (a)
Impuestos sobre beneficios pagados.....	37,2 (b)	29,9 (b)
Impuestos ligados a la producción.....	49,9	72,2
Valor de la producción.....	33,4	31,8
Formación bruta de capital.....	38,5 (b)	35,8 (b)
Pasivos financieros.....	48,6 (b)	48,5 (b)

(a) Empresas cotizadas que colaboran con la CBBE respecto total empresas cotizadas.

(b) Cobertura empresas no financieras, exclusivamente.

Cuadro 4.19: Indicadores de cobertura de la CBBE. Años 1990 y 1991.

Fuente: Banco de España, Central de Balances (1995): *Resultados anuales de las empresas no financieras 1993 y 1994*.

Representatividad del agregado "grandes empresas españolas de distribución comercial":

Las siete grandes empresas de distribución comercial que forman el agregado, en 1994, aportaron el 0,63 por ciento al valor añadido bruto al coste de los factores (VABcf) del sector "empresas no financieras y familias" (según los datos de la Contabilidad Nacional, cuadro 4.20) y un 3,43 por ciento al VABcf del total de empresas no financieras (según los datos de la CBBE, cuadro 4.20).

La cifra neta de negocios del agregado de grandes empresas de distribución comercial representó en 1993, el 5,53 por ciento de la cifra de negocios del total de

empresas españolas no financieras (según los datos de la CBBE) y en 1994, el 5,90 por ciento. Y en 1993, este gran agregado dió empleo a más del 5 por ciento del total de personas empleadas en las empresas españolas no financieras, siendo fijos aproximadamente el 81,40 por ciento del total de sus trabajadores. Todo lo cual da una idea aproximada del peso relativo de estas empresas en la economía española (cuadro 4.21).

(miles de millones de pesetas y %)	1989*	1990	1991	1992	1993	1994
VABcf de Grandes emp. distribución comercial (7 emp.)	213,591	251,585	288,563	303,788	308,765	321,068
VABcf empresas no financ. según CBBE	8607,5	9106,7	9507,9	9765,1	9336,0	9375,4
% VABcf G.emp.distrib s/ VABcf emp. no financ. según CBBE	2,4815	2,7626	3,0350	3,1110	3,3073	3,4246
VABcf emp. no financieras y familias	36090,5	40010,5	43655,7	46075,4	48089,9	50899,2
% VABcf G.emp.distrib s/ VABcf emp. no financieras y familias	0,5918	0,6288	0,6610	0,6593	0,6421	0,6308

* Datos de la Base 1990.

Cuadro 4.20. : Valor Añadido Bruto al coste de los factores.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y Cuentas Financieras de la Economía Española (1985-1994), y elaboración propia.

(millones de pts., % y número de trabajadores)	1989*	1990	1991	1992	1993	1994
VAB coste factores:						
Total Grandes emp.dist.	213.591	251.585	288.563	303.788	308.765	321.068
Variación anual	nd	17,79	14,70	5,28	1,64	3,98
Media por empresa	30.513	35.941	41.223	43.398	44.109	45.867
Empleo:						
Total Grandes emp.dist.	52.470	57.327	61.741	66.537	62.788	66.501
- Fijos	42.815	45.774	48.373	50.667	51.108	50.069
- No Fijos	9.655	11.553	13.368	15.870	11.680	16.432
Variación anual	nd	9,26	7,70	7,77	-5,63	5,91
Media por empresa	7.496	8.190	8.820	9.505	8.970	9.500
- Fijos	6.116	6.539	6.910	7.238	7.301	7.153
- No Fijos	1.379	1.650	1.910	2.267	1.669	2.347
Cifra Neta de Negocios:						
Total Grandes emp.dist.	1.068.744	1.281.150	1.493.291	1.629.287	1.676.695	1.756.431
Variación anual	nd	19,87	16,56	9,11	2,91	4,76
Media por empresa	152.678	183.021	213.327	232.755	239.528	250.919

* Datos de la Base 1990.

Cuadro 4.21. : Valor Añadido Bruto al coste de los factores, empleo y cifra neta de negocios.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

Durante el ejercicio 1993, la reducción de las variaciones de VAB, cifra de negocios y sobre todo empleo, que decreció un -5,63 por ciento, en las grandes empresas de distribución comercial, refleja los efectos negativos de la crisis económica española iniciada en el año 1992, como evidencian los datos de dicho período. Del mismo modo, tales indicadores muestran la recuperación iniciada durante el ejercicio 1994. En ese mismo año, es destacable el fuerte incremento del empleo temporal, al tiempo de producirse una reducción de los trabajos fijos del gran sector de la distribución comercial española; lo cual puede deberse al efecto pernicioso de la regulación de horarios que durante dicho período ha tenido lugar en España; así como a la mayor flexibilidad de nuestra legislación laboral.

Por otro lado, el aumento de la cifra neta media de negocios por empresa durante toda la serie temporal constata por una parte, el continuo crecimiento de las

grandes empresas de distribución en España y por otra, el proceso de concentración actual del sector⁴².

Grado de homogeneidad intrasectorial:

La relación de empresas seleccionada para constituir el agregado "grandes empresas españolas de distribución comercial" constituye una muestra de empresas con características comunes y representativas de dicho gran sector⁴³.

4.6.1.3. Análisis de la estructura económico-financiera y resultados del agregado "grandes empresas españolas de distribución comercial".

En el cuadro 4.22 se presentan unos bloques de "*ratios*" relativas a la estructura del capital económico y financiero del agregado de grandes empresas comerciales, la funcionalidad y cobertura de su capital productivo, así como la estructura empresarial de las empresas del grupo y asociadas.

Tales indicadores permiten apreciar unas pautas de comportamiento específicas en este tipo de empresas: mayor peso del circulante que del inmovilizado, por su sector de operación menos intensivo en capital; evolución favorable de las inversiones financieras temporales y permanentes, y elevada proporción de créditos concedidos a sus clientes (principalmente a través de sus tarjetas propias)⁴⁴, que reflejan una mayor apuesta por el desarrollo de actividades financieras. De ahí que, aún poseyendo un elevado volumen de créditos de provisión de proveedores, conseguidos gracias a su poder de mercado⁴⁵, mantienen

⁴² Las ventas del agregado "grandes empresas" representaron el 45,58 por ciento de las ventas totales del sector en 1993, frente al 41,12 por ciento en 1992.

⁴³ A este respecto, puede verse el apartado 3.4. donde se analiza la información económico-financiera de algunas de estas grandes empresas y se establecen pautas de comportamiento financiero similar.

⁴⁴ De ahí que eleven su período medio de cobro a clientes hasta 28 días (véase el cuadro 4.23).

⁴⁵ Este poder queda reflejado en los aplazamientos de pago a proveedores que, por término medio, oscilan entre los 85 y 95 días, dependiendo del ejercicio económico (véase el cuadro 4.23).

un saldo mínimo de seguridad de capitales permanentes que financian su ciclo de explotación, esto es, un fondo de maniobra positivo. Sin embargo, no necesitan disponer de un fondo de rotación muy elevado porque su financiación a corto tiene un carácter “cuasipermanente” (veánse los elevados plazos medios de pago a proveedores presentados en el cuadro 4.23). Las empresas que conforman este agregado cuidan su solvencia a corto plazo, de ahí que durante la fase recesiva del ciclo económico incrementen su *stock* de capitales permanentes para financiar activo circulante.

El agregado de grandes empresas españolas de distribución comercial ha desarrollado durante el período 1990-1994 un intenso proceso de inversión, superior al de otros sectores productivos, incluso en los años de recesión. Los valores de los “*ratios*” de crecimiento del activo material y de intensidad de la inversión productiva y financiera de estas empresas, que muestran cuánto destinan de cada unidad de valor añadido creada a cada tipo de inversión, corroboran su intenso proceso de expansión.

La funcionalidad productiva del activo, mediante amortizaciones y provisiones, parece mantenerse a lo largo del tiempo, aunque ello sea a costa de detraer para tal concepto cifras crecientes de los recursos generados en la etapa recesiva -los recursos generados por estas empresas crecen durante todos los años, excepto en 1992, que experimentaron un decrecimiento de -0,5 por ciento (cuadro 4.23), por lo que su evolución es mucho más estable que la seguida por el resto de empresas del sector comercio⁴⁶, por las grandes y por el total de empresas no financieras, según la CBBE (gráfico 4.4).

La estructura financiera presenta una mayor proporción de recursos ajenos frente a los propios y el predominio de la financiación a corto sin coste explícito en su capital financiero, en una proporción que sobrepasa el 40 por ciento del pasivo total, lo cual evidencia la posición comercial dominante que mantienen estas empresas frente a sus proveedores. La financiación bancaria se manifiesta

⁴⁶ No se trata exclusivamente del sector comercio, sino del agregado “5. Comercio; reparación de vehículos de motor, motocicletas y ciclomotores, y artículos personales de uso doméstico”, según la CNAE 93.

claramente procíclica ya que tiende a disminuir con la recesión, incrementándose en dicho período los créditos de provisión. Además, los pasivos con no residentes en España no sobrepasan el 1 por ciento del total de sus recursos ajenos. En cualquiera de los ejercicios analizados, estas empresas podrían amortizar sus recursos ajenos a largo plazo en menos de un año con los recursos destinados a autofinanciación. Esta sigue una trayectoria ascendente aún en los períodos recesivos -de las rentas generadas, más de un 18,8 por ciento se destina a autofinanciación (cuadro 4.24)-. Lo cual es coherente con la cobertura de necesidades financieras permanentes por autofinanciación. Finalmente, es destacable la fuerte vinculación entre estas empresas y sus filiales y asociadas, principalmente en relación con la proporción de inversiones financieras que las matrices realizan en ellas, y en el peso de la financiación con coste otorgada por las empresas del grupo respecto del total de la financiación ajena, sobre todo en períodos de crisis económica, caracterizados por elevados tipos de interés.

Por tanto, las grandes empresas españolas de distribución comercial, por su estructura financiera dependen en menor medida de la evolución de los tipos de interés y de las restricciones crediticias, y por su poder de mercado y su estructura económica, sus ventas se han visto poco afectadas ante caídas de la demanda. Pero en la situación contraria, de reactivación, las grandes empresas experimentan tasas de crecimiento menores que las pequeñas (Maroto, 1996).

(en %)	1989a)	1990	1991	1992	1993	1994
ESTRUCTURA DEL CAPITAL ECONOMICO:						
Activo inmovilizado/Activo Total	43,59	45,08	43,61	44,30	45,54	47,70
Inmovilizado financiero/Activo Total	4,44	4,99	4,28	4,85	5,73	6,21
Deudores/Activo Total	22,58	23,95	20,95	20,17	18,30	18,71
Activo financiero CP/Activo Total	1,64	1,14	7,18	8,69	10,95	10,12
Activo circulante/Pasivo circulante (tanto por uno)	1,07	1,05	1,03	1,09	1,11	1,07
Crecimiento real del inmovilizado material y "leasing"	nd	30,1	22,9	19,1	15,8	20
Intensidad de la inversión productiva	nd	27	21,9	20,8	18,7	24
Intensidad de la inversión financiera en capital	nd	3,7	1,6	2	1,8	2,7
FUNCIONALIDAD DEL CAPITAL ECONOMICO:						
Tasa de amortización anual	4,8	5,2	5,6	5,6	5,7	5,4
Tasa de envejecimiento del equipo productivo propio	53,9	52,8	53,8	55,7	51,1	52,2
Dot. Amortiz y provis./Recursos generados	nd	35,35	40,53	52,47	48,92	43,66
ESTRUCTURA DEL CAPITAL FINANCIERO:						
Recursos ajenos/Total pasivo	47,33	57,44	59,25	56,81	55,15	54,75
Recursos ajenos CP sin coste (Proveed.)/Total pasivo	48,72	48,23	47,68	43,08	43,10	41,99
Capacidad de reembolso (años)	nd	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9
Financiación bancaria/Total pasivo	1,84	2,10	1,27	3,11	1,46	2,03
Financiación bancaria/Recursos ajenos remunerados	21,4	22,8	11	22,7	12,2	15,9
Peso de la financiación exterior	0,6	0,6	0,5	1	1,9	0,8
Reservas/Total pasivo	31,99	30,73	29,82	32,70	34,93	35,57
COBERTURA DEL CAPITAL ECONOMICO:						
Cobertura de necesidades financ. perman. por autofin	nd	69,1	92,2	57,2	89,2	68,3
Financiación permanente/Activo Inmovilizado	107,36	103,2	101,3	107,6	109,2	105,0
EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS:						
Peso de las inversiones financieras	nd	44,2	38,7	36,4	30,6	36,3
Peso de la financiación ajena	nd	1,5	2,7	4,8	4,1	3
Peso de la financiación con coste	nd	3,7	9,2	18,6	18,5	12,5
Vinculación en las compras	nd	0,4	0,3	0,2	0,2	0,6
Vinculación en las ventas	nd	1,7	2,1	2,2	2,5	2,7

a) Datos de la Base 1990.

Cuadro 4.22. : Estructura del capital económico y financiero de las grandes empresas españolas de distribución comercial.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

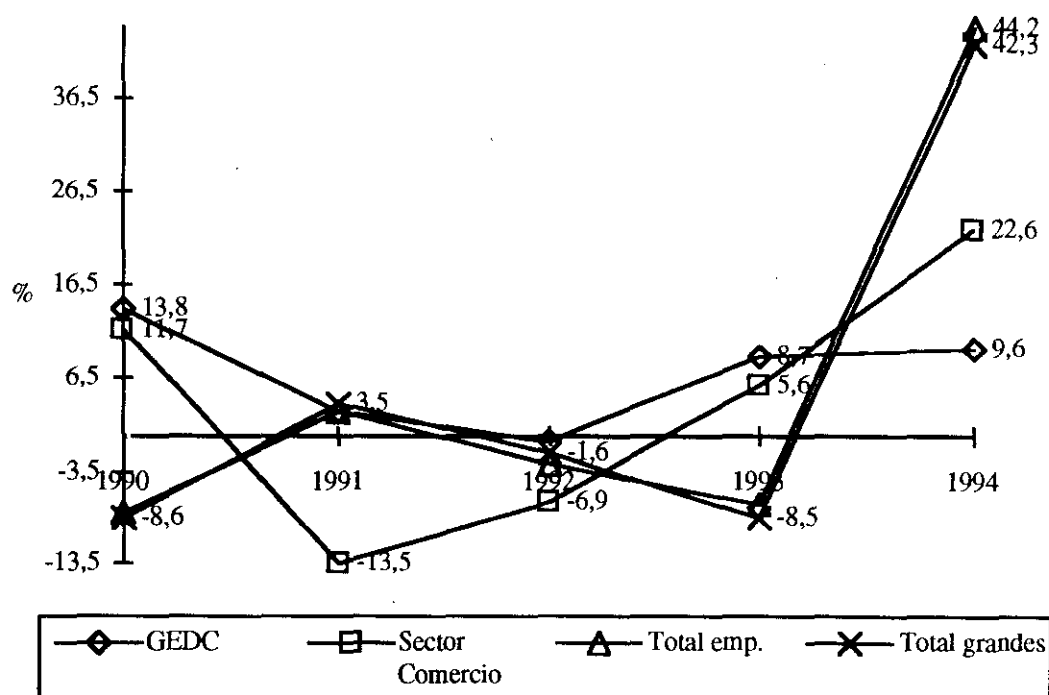


Gráfico 4.5.: Tasa de variación de recursos generados.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

A través de las “*ratios*” de actividad y estructura de costes se puede detectar la eficiencia económica, en la generación de valor añadido y en la imputación de los principales costes al *output*, que en el caso del factor trabajo se concreta, además, en su valor medio por trabajador.

El crecimiento de su cifra de negocios y del valor añadido ha permanecido, aún en la recesión; de ahí que se haya mantenido prácticamente constante el valor añadido por unidad de producto y en relación con el activo inmovilizado, por lo que estas empresas apenas han percibido la crisis. Por tanto, si se compara la tasa de crecimiento del valor añadido de las grandes empresas de distribución comercial con las de las empresas del sector comercio, de las grandes empresas y del total de empresas según la CBBE, su evolución ha sido mucho más constante (gráfico 4.5). En 1993, año en el que la etapa recesiva toca fondo, se duplicaron las ventas en el exterior y se redujeron las compras al extranjero, con lo cual pudieron mantener las

proporciones de exportaciones sobre ventas totales e importaciones sobre compras totales.

Las grandes empresas de distribución han ajustado su estructura de costes a la caída de la actividad mediante la reducción del empleo; y gracias a su elevada capacidad negociadora frente a las entidades financieras han podido conseguir disminuciones en los tipos de interés todos los años, aún con la tendencia creciente de éstos para las propias entidades de depósito -el gráfico 4.6 muestra la evolución decreciente del coste aparente de su financiación, que a partir de 1991 ha permanecido siempre por debajo del coste de dicha financiación para las empresas del sector comercio, para las grandes empresas y para el total de empresas no financieras según la CBBE-.

(en %)	1989a)	1990	1991	1992	1993	1994
ACTIVIDAD:						
Tasa de variación de cifra neta de negocios	nd	19,9	16,2	7,8	2,9	4,8
Tasa de variación de exportaciones	nd	19,2	33,3	35,5	55,1	37,7
Tasa de variación de compras en el exterior	nd	17,7	48,4	23,5	-14,9	2,6
Tasa de variación de V.A.B. al coste de factores	nd	17,8	13,9	4,6	2,1	4
Tasa de variación de Recursos Generados	nd	13,8	2,6	-0,5	8,7	9,6
Tasa de variación de Plantillas medias	nd	9,3	7,8	4,5	-5,6	-0,7
V.A.B. al coste de factores/producción	19,7	19,4	19,1	18,3	18,1	17,9
V.A.B. coste de factores/Activo Inmovilizado	84,12	81,25	80,31	73,33	68,78	63,59
Exportaciones/Cifra neta de negocios	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
Compras en el exterior /Compras netas	4,9	4,9	6,2	7,9	6,7	6,4
ESTRUCTURA DE COSTES:						
Gastos de personal/Producción	13,94	13,38	13,51	13,32	13,11	12,67
Tasa de variación de gastos del personal	nd	15,1	17,3	7,8	1,2	1,7
Coste medio del personal (Millones)	2,9	3	3,3	3,3	3,6	3,4
Tasa de variación del coste medio del personal	nd	5,4	8,8	3,1	7,3	2,4
V.A.B. coste factores por empleado (Millones)	4,1	4,4	4,7	4,6	4,9	4,8
Gastos de formación por empleado (Miles pts.)	nd	nd	nd	9	8,3	5,7
K_1 =Gtos financier/Recursos ajenos remunerados	nd	16,4	11	10,5	9,5	8,5
Gastos financieros netos/Producción	0,61	0,72	0,72	0,85	0,81	0,70
PERIODOS MADURACION (Días):						
De existencias de mercaderías	69	63	65	66	59	58
Período de cobro a clientes	21	25	28	26	26	24
Período de pago a proveedores	95	92	92	85	90	87
Del activo circulante Neto de la Explotación	-2	0	1	6	-1	1

a) Datos de la Base 1990.

Cuadro 4.23..: Actividad, períodos medios de maduración y estructura de costes de las grandes empresas españolas de distribución comercial.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

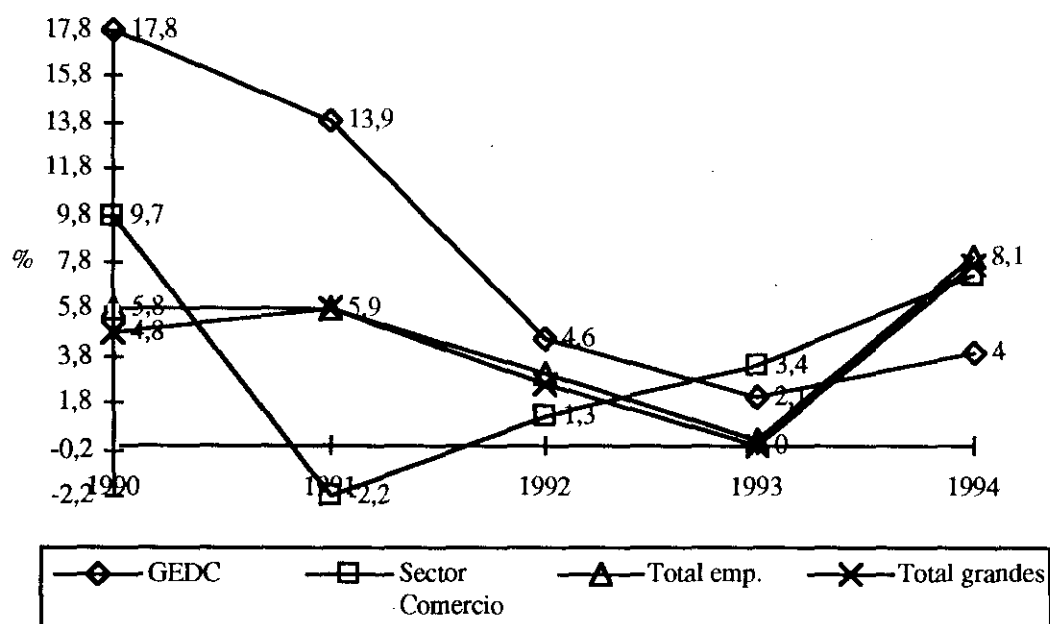


Gráfico 4.5.: Tasa de variación de valor añadido bruto al coste de los factores.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

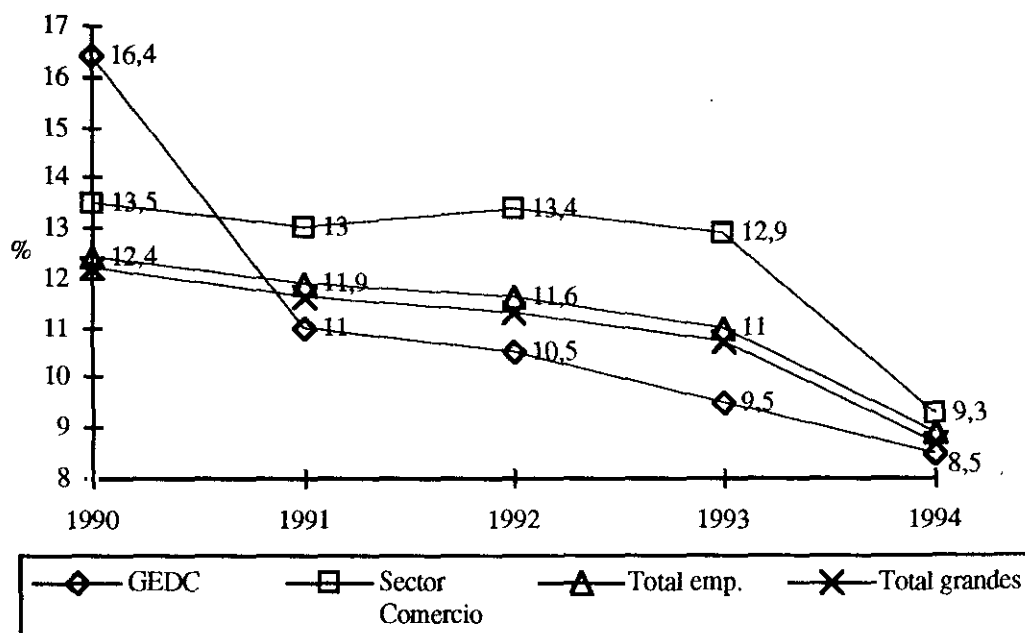


Gráfico 4.6.: Gastos financieros/Recursos ajenos con coste.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

Finalmente, en el cuadro 4.24 se recogen los bloques de “*ratios*” que evalúan los parámetros característicos de rentabilidad⁴⁷ y riesgo, que resumen los efectos de los comportamientos característicos de estas empresas durante el período 1989-94. La rentabilidad de los recursos propios después de impuestos decreció durante 1992 y 1993, debido a la simultánea reducción de la rentabilidad económica -por las caídas de la rotación de los activos y del margen de beneficio por unidad vendida- y al menor apalancamiento financiero -consecuencia del menor margen de la rentabilidad sobre el coste aparente de la financiación, y a pesar del mayor endeudamiento-. En esos mismos términos explicativos, la reactivación de 1994 se justifica principalmente por la recuperación del margen bruto de explotación y la caída del coste de la financiación ajena, que conducen tanto a una mayor rentabilidad económica como a su mayor apalancamiento financiero. En un análisis comparado entre grandes empresas de distribución comercial, empresas del agregado de “comercio y reparación de vehículos de motor”, grandes empresas no financieras y total de empresas según la CBBE, se aprecia una mejor posición, en términos de rentabilidad, para el agregado de grandes empresas comerciales. Así, generan una mayor rentabilidad económica durante todo el período analizado (1990-94) (gráfico 4.7), y además, debido a su mayor efecto del apalancamiento financiero (gráfico 4.8), logran una rentabilidad de los recursos propios más estable y superior a las del agregado total y de grandes empresas no financieras (gráfico 4.9), a pesar de su menor endeudamiento (gráfico 4.10).

La rentabilidad obtenida con los activos financieros ha seguido una trayectoria decreciente, mientras que los resultados financieros han sufrido variaciones siguiendo una alternancia entre los valores positivos y negativos para

⁴⁷ En este caso, la rentabilidad financiera se explica por la pirámide sumativa de “*ratios*” basada en la teoría financiera, que se fundamenta en las proposiciones de Modigliani y Miller acerca del valor de la empresa para el mercado (éste se determina mediante el descuento en el momento actual de la capacidad de generar rendimientos futuros del activo total neto de la empresa). Así, se llega a la siguiente expresión de la rentabilidad para los accionistas:

$$ROE = ROI + (ROI - k_i) \cdot \frac{\text{Deuda}}{\text{Recursos Propios}}; \text{ esto es}$$

$$\begin{aligned} \text{Rtdad. Financiera} &= \text{Rtdad. Económica} + (\text{Rtdad. Econ.} - \text{Coste de la deuda}) \times \text{Deuda/Recursos Propios} = \\ \text{Rtdad. Financiera} &= \text{Rtdad. Económica} + (\text{Apalancamiento financiero}) \times \text{Deuda/Recursos Propios.} \end{aligned}$$

cada uno de los años analizados, si bien las proporciones de resultados financieros negativos sobre ventas han sido prácticamente nulas.

Del reparto de las rentas generadas se deduce su política restrictiva de dividendos y de financiación ajena, así como su mayor apuesta por la autofinanciación.

(en %)	1989a)	1990	1991	1992	1993	1994
RENTABILIDAD:						
Rentabilidad económica bruta (ROI)	nd	32	28,5	22,7	21,7	22,8
Margen bruto de explotación	5,9	6,1	5,6	5,1	5,1	5,3
Rotación del activo de explotación (Número de veces)	nd	5,3	5	4,5	4,3	4,3
Rentabilidad del activo neto (después de impuestos)	nd	14,4	14,3	10,8	9,3	10,6
Recursos generados antes gtos.financ./Activo Neto	nd	21,9	20	16,4	15,3	15,2
Endeudamiento	nd	17,7	22,4	23,7	23	21,9
Apalancamiento financiero (ROI - K_f)	nd	15,6	17,5	12,2	12,2	14,3
Rentabilidad de los recursos propios (después imp.)	nd	14	15,3	10,8	9,2	11,3
RESULTADOS FINANCIEROS:						
Ingresos Financieros/Activos Financieros	31,74	21,60	15,33	11,01	8,78	6,52
Resultados Financieros/Ventas Netas	0,43	-0,02	0,24	-0,005	0,04	-0,07
REPARTO DE RENTAS GENERADAS (gtos.personal+gtos.financ.+impues.+Div.+Autofinanc):						
1. Al personal (gastos del personal/rentas generadas)	66,6	66,1	67,4	69,3	68,8	67,6
2. A los prestamistas (Gtos.financieros/rentas generad.)	2,9	3,5	3,2	3,7	3,6	3,2
3. Al Estado y otros entes públicos (Imp./rentas gener)	6,8	7,2	6,7	6,3	6,1	6,5
4. A los accionistas (Dividendos/rentas generadas)	1,7	1,5	1,5	1,9	2,3	3
5. Autofinanciación (Autofinanciación/rentas generadas)	21,9	21,7	21,2	18,8	19,2	19,8
SOLVENCIA A CORTO Y LARGO PLAZO:						
Tesorería/Pasivo exigible C.P	13,60	11,42	7,77	7,01	9,84	7,17
Tesorería+derechos cobro/Pasivo exigible C.P.	56,60	57,17	46,04	46,39	47,02	45,41
Capacidad autofinanciación/Pasivo exigible C.P.	nd	86,09	63,57	49,46	43,45	51,35
Gastos financieros/(BN+Gtos Financieros)	16,90	20,17	19,00	26,33	26,55	19,92
Capacidad Autofinanciación/Recursos Ajenos	nd	14,44	13,17	11,30	11,51	11,49
Gastos financieros/Capacidad Autofinanciación	nd	16,38	16,95	23,38	22,05	18,94
ATN/Recursos Ajenos	174,4	174,1	168,8	176,0	181,3	182,6

a) Datos de la Base 1990.

Cuadro 4.24.: Rentabilidad y solvencia a corto y largo plazo de las grandes empresas españolas de distribución comercial.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

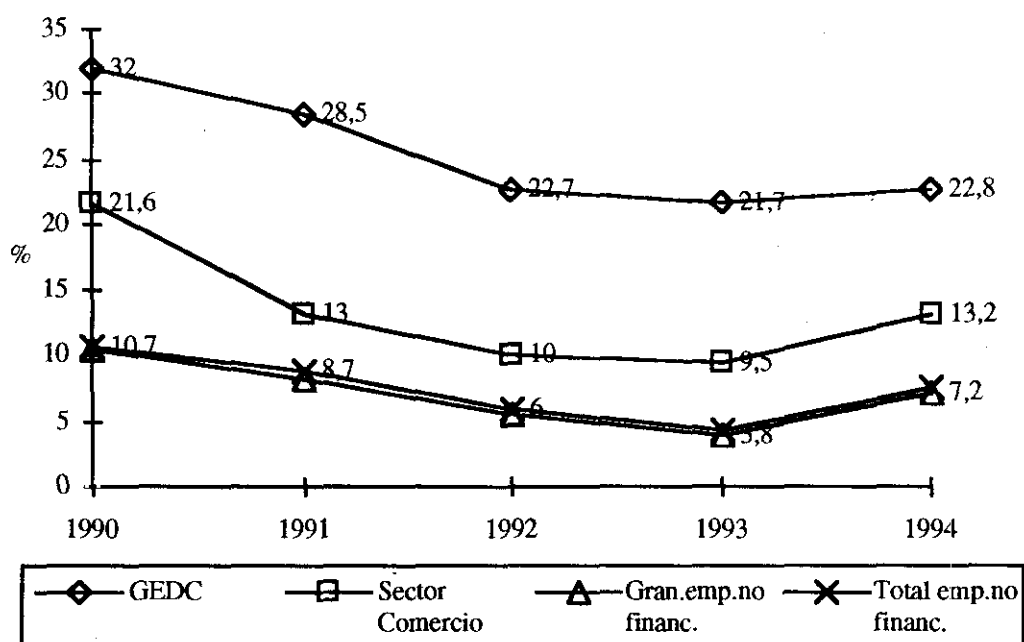


Gráfico 4.7.: Rentabilidad económica o del activo (ROI).

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

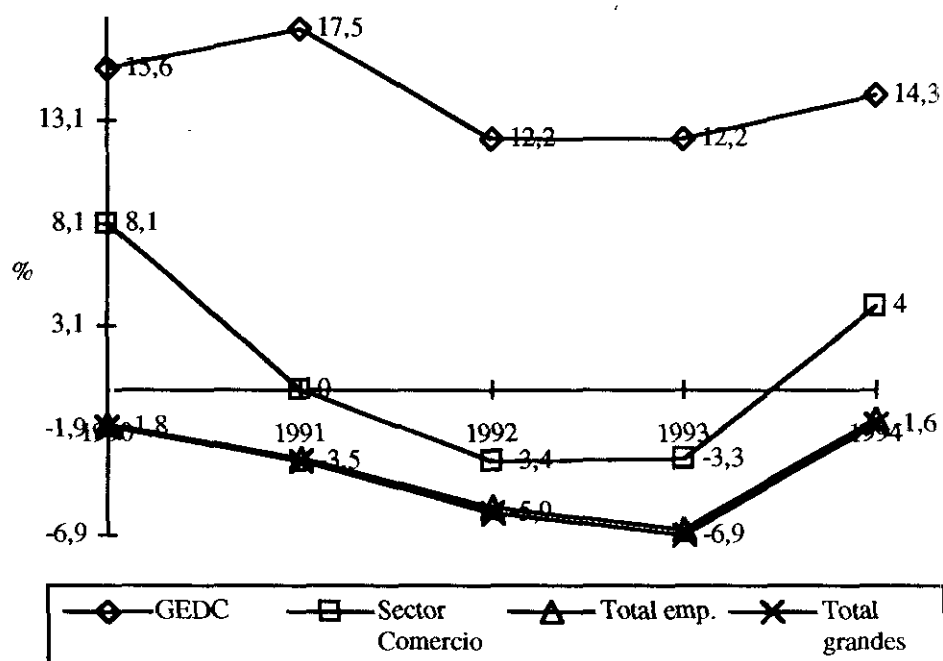


Gráfico 4.8.: Apalancamiento financiero.

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

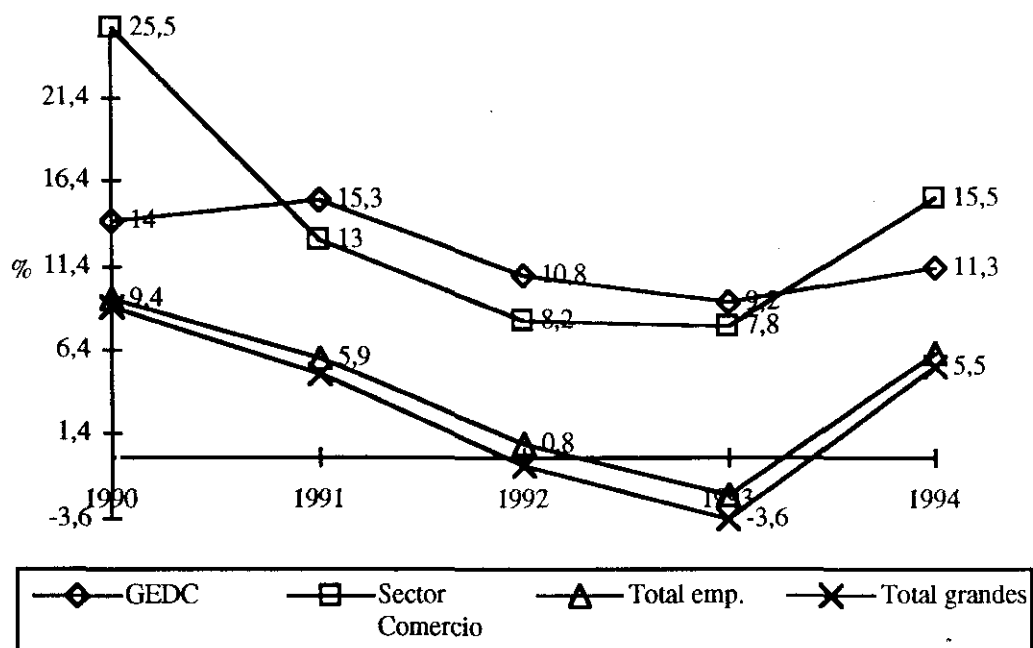


Gráfico 4.9.: Rentabilidad financiera o de los fondos propios (ROE).

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

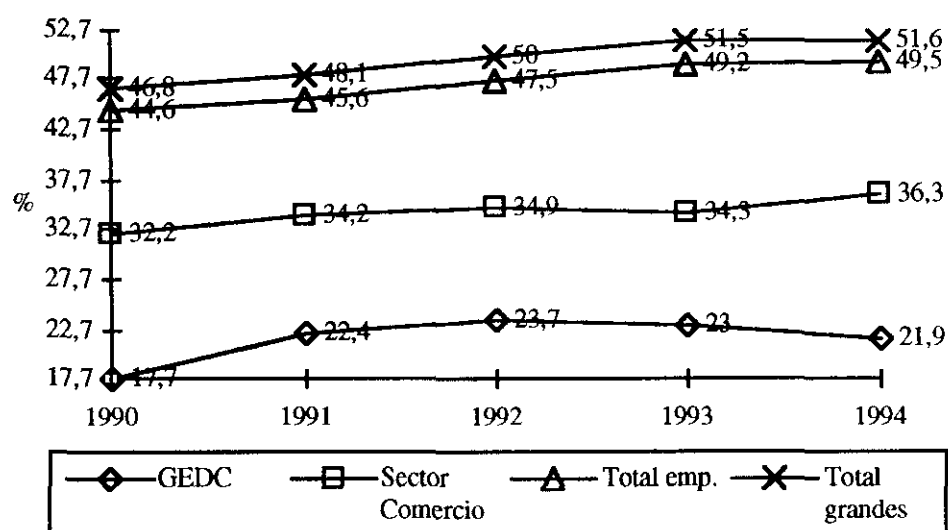


Gráfico 4.10.: "Ratio" de endeudamiento (Recursos ajenos/Pasivo remunerado).

Fuente: Banco de España, Central de Balances y elaboración propia.

Por último, la posición de riesgo de estas grandes empresas también ha permanecido prácticamente al margen de la caída de la actividad de la economía española que alcanzó su peor situación en 1993. Así lo evidencian la reducida merma en su capacidad de autofinanciación, la escasa elevación de los gastos financieros y sobre todo el elevado nivel de liquidez, que obtuvieron durante el citado ejercicio.

4.6.2. Validación de los modelos y evaluación de su capacidad predictiva.

En el presente apartado se pretenden validar intertemporalmente los modelos econométricos estimados en el epígrafe 4.5., utilizando los datos del agregado “grandes empresas españolas de distribución comercial” según la CBBE.

4.6.2.1. Modelos explicativos de la actividad financiera.

Partiendo de la información agregada del gran sector de la distribución comercial, se han estimado las variables dependientes de los distintos modelos explicativos de la actividad financiera desarrollada por algunas empresas del sector: de regresión lineal (ecuación 4.21)⁴⁸, de probabilidad lineal (ecuación 4.22)⁴⁹, *logit* (ecuación 4.23)⁵⁰ y *probit* (ecuación 4.24)⁵¹.

Sabiendo que la variable dependiente ACTFIN mide la actividad financiera desarrollada por las empresas de distribución comercial, mediante un índice continuo (“Resultados financieros/Ventas netas”) y que la variable dicotómica a explicar en los modelos de respuesta cualitativa DISACTFI toma valor 1 si la empresa desarrolla actividad financiera y 0 en otro caso; con los datos del agregado de grandes empresas del sector, la variable continua adquiere valores positivos y las

⁴⁸ $ACTFIN = -0,0590 + 0,0701 \cdot PROVENT + 0,0350 \cdot FOMANI + 0,4117 \cdot MAEXPL$

⁴⁹ $DISACTFI = -0,0023 + 0,0735 \cdot QUOTA + 0,1523 \cdot FOMANI + 0,2683 \cdot MAEXPL$

⁵⁰ $DISACTFI = -4,0503 + 3,5879 \cdot QUOTA + 1,6226 \cdot FOMANI + 3,7533 \cdot MAEXPL$

⁵¹ $DISACTFI = -2,3636 + 2,0587 \cdot QUOTA + 0,9373 \cdot FOMANI + 2,1427 \cdot MAEXPL$

variables discretas superiores a 0,5 durante todo el período analizado (1990-95)⁵², por lo que podemos concluir que las grandes empresas españolas de distribución comercial han estado desarrollando una actividad financiera distinta de su propia actividad comercial durante los años 1990-94 y previsiblemente durante 1995, según el valor estimado para dicho ejercicio (cuadro 4.25). Es decir, en estas empresas se dan las características de poder de mercado, estructura económico-financiera y resultados propias de aquellas empresas del sector que se introducen en dicha actividad financiera.

	1990 ^{a)}	1991	1992	1993	1994	1995 ^{b)}
PROVENT de año anterior	0,2188	0,2102	0,2161	0,2007	0,2075	0,2053
FOMANI de año anterior	1,07	1,05	1,03	1,09	1,11	1,07
MAEXPL de año anterior	0,0577	0,0598	0,0558	0,5001	0,0500	0,0525
QUOTA de año anterior (agregado total)	47,4069	48,0313	48,6147	48,8156	49,4225	50,1144
QUOTA de año anterior (media por empresa)	6,7724	6,8616	6,9450	6,9737	7,0604	7,1592
ACTFIN estimada (regresión lin)	0,0175	0,0171	0,0152	0,1991	0,0150	0,0145
DISACTFI estimada (MPL)	0,67 \Rightarrow 1	0,68 \Rightarrow 1	0,68 \Rightarrow 1	0,81 \Rightarrow 1	0,70 \Rightarrow 1	0,70 \Rightarrow 1
DISACTFI estimada (<i>logit</i>)	22,2 \Rightarrow 1	22,5 \Rightarrow 1	22,8 \Rightarrow 1	24,6 \Rightarrow 1	23,3 \Rightarrow 1	23,6 \Rightarrow 1
DISACTFI estimada (<i>probit</i>)	12,7 \Rightarrow 1	12,9 \Rightarrow 1	13,0 \Rightarrow 1	14,1 \Rightarrow 1	13,3 \Rightarrow 1	13,5 \Rightarrow 1

a) Los valores de las variables explicativas del año 1989 pertenecen a la Base 1990.

b) Predicción de los valores de las variables dependientes para el ejercicio 1995.

Cuadro 4.25.: Valores de la variables explicativas de la actividad financiera en el agregado "grandes empresas de distribución comercial". Años 1989-1994.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances, Banco de España.

4.6.2.2. Modelos de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas.

Del mismo modo, se han estimado las variables dependientes de los distintos modelos de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas de distribución comercial -de regresión lineal (ecuación 4.25)⁵³, de

⁵² Para el año 1995 se puede establecer una predicción con base en los valores de las variables explicativas del ejercicio 1994.

probabilidad lineal (ecuación 4.26)⁵⁴, *logit* (ecuación 4.27)⁵⁵ y *probit* (ecuación 4.28)⁵⁶-, a partir de los datos agregados de las grandes empresas del sector.

Recordando, igualmente, la definición de las variables dependientes, la variable continua VARVTAS refleja el crecimiento de las ventas durante un ejercicio respecto al anterior y la variable dicotómica de los modelos de respuesta cualitativa DISVARVTA adquiere un valor igual a 1 si las ventas de la empresa crecen durante un año en relación con el anterior y 0 en otro caso. En este segundo estudio, los valores estimados de la variable dependiente continua para el agregado de la gran distribución también resultan positivos para todos los ejercicios del período analizado. Del mismo modo, los valores de las variables dependientes discretas de los tres modelos de respuesta cualitativa estimados adquieren valores superiores a 0,5 durante todos los años (cuadro 4.26). Por tanto, es posible concluir que las decisiones económicas de crecimiento y por ende, las decisiones de inversión y la estructura económica o "stock" de capital económico de las grandes empresas de la distribución comercial españolas, han estado condicionadas por sus decisiones financieras, concretamente de financiación de proveedores, y por su rentabilidad económica⁵⁷, durante los ejercicios 1990-94, y previsiblemente también durante el ejercicio 1995.

⁵³ $VARVTAS = 0,1899 - 0,3105 \cdot FINPRO - 0,6981 \cdot DEBANC$.

⁵⁴ $DISVARVTA = 0,4846 + 0,6357 \cdot ROI + 0,3102 \cdot DECOM$.

⁵⁵ $DISVARVTA = -0,0864 + 2,8304 \cdot ROI + 1,3626 \cdot DECOM$.

⁵⁶ $DISVARVTA = -0,0529 + 1,7710 \cdot ROI + 0,8384 \cdot DECOM$.

⁵⁷ Recuérdese que la efectividad de proyectos de inversión requiere que la rentabilidad de las inversiones supere al coste del capital.

	1990 ^{a)}	1991	1992	1993	1994	1995 ^{b)}
FINPRO de año anterior	0,4198	0,4142	0,3970	0,4209	0,4382	0,4429
DEBANC de año anterior	0,0184	0,0210	0,0127	0,0311	0,0146	0,0203
DECOM de año anterior	0,4872	0,4823	0,4768	0,4308	0,4310	0,4199
ROI de año anterior	0,212	0,32	0,285	0,227	0,217	0,228
VARVTAS estimada (regresión l.)	0,0467	0,0466	0,0578	0,0375	0,0436	0,0382
DISVARVTA estimada (MPL)	0,77 \Rightarrow 1	0,84 \Rightarrow 1	0,81 \Rightarrow 1	0,76 \Rightarrow 1	0,76 \Rightarrow 1	0,76 \Rightarrow 1
DISVARVTA estimada (logit)	1,18 \Rightarrow 1	1,48 \Rightarrow 1	1,37 \Rightarrow 1	1,14 \Rightarrow 1	1,12 \Rightarrow 1	1,13 \Rightarrow 1
DISVARVTA estimada (probit)	0,73 \Rightarrow 1	0,92 \Rightarrow 1	0,85 \Rightarrow 1	0,71 \Rightarrow 1	0,69 \Rightarrow 1	0,7 \Rightarrow 1

a) Los valores de las variables explicativas del año 1989 pertenecen a la Base 1990.

b) Predicción de los valores de las variables dependientes para el ejercicio 1995.

Cuadro 4.26.: Valores de la variables explicativas de los modelos de interrelaciones entre las decisiones reales y financieras del agregado "grandes empresas de distribución comercial". Años 1989-1994.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances, Banco de España.

5: RESUMEN Y CONCLUSIONES.

A lo largo de las páginas de esta Tesis se ha efectuado el análisis más profundo y detallado que ha sido posible en torno a la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas de distribución comercial españolas. Una vez concluido, parece conveniente presentar una breve síntesis sistematizada de las principales conclusiones que se desprenden de la investigación, siguiendo la estructura de los capítulos precedentes. Esto nos lleva, inevitablemente, a esbozar tan sólo algunos extremos de la investigación, subrayando sus aspectos de mayor relieve, aunque sea a costa de dejar fuera muchas de las líneas de reflexión y consideraciones que han sido objeto de examen detallado en las partes correspondientes.

5.1. SÍNTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.

Análisis del sector de la distribución comercial.

Según el paradigma de la Economía Industrial "Estructura-Conducta-Resultados", las características sectoriales condicionan, aunque no determinan, las estrategias y *performance* de las empresas. Asimismo, se admiten interrelaciones recíprocas o circulares entre estructura sectorial, estrategias empresariales y resultados. En nuestro caso, algunos aspectos de la actividad financiera de las empresas de distribución comercial se han desarrollado, en gran parte, debido a la existencia de determinadas características de la estructura de dicho sector. Concretamente, las referidas a:

1) Barreras de entrada legales (básicamente la Ley de Comercio de 1995, que en cierta medida restringe la competencia en el sector) y técnicas (necesidad de un capital elevado para conseguir un tamaño mínimo eficiente que permita implantar y rentabilizar las innovaciones tecnológicas, hoy imprescindibles para competir en un sector cada vez más globalizado).

2) Concentración empresarial: el número de empresas de distribución comercial se reduce continuamente, al tiempo que se incrementa el tamaño de un reducido número de

ellas. De este modo, en este sector conviven un grupo reducido de grandes empresas que se encuentran en pleno proceso expansivo y cuya cuota de mercado se incrementa, junto con el grueso de las empresas que se debaten entre la resistencia complicada o la rendición, materializada en los distintos casos de cierres o suspensiones de pagos acaecidos en los últimos años. En este sentido, menos de diez empresas concentraban en 1994 la mitad del mercado total. Este proceso de concentración se fundamenta, a su vez, en:

a) La creciente competencia derivada de la globalización de los mercados, sobre todo a raíz del ingreso de España en la Comunidad Europea en 1986, y la entrada en vigor del Acta Unica en enero de 1993, y del Tratado de la Union Europea (UE) en febrero de 1994. Las empresas tienden a buscar mayores tamaños, al objeto de lograr un mejor posicionamiento frente al nuevo marco competitivo definido para nuestra economía tras el ingreso de España en la UE.

b) Las empresas de distribución comercial, buscan igualmente una dimensión mínima que les permita conseguir economías de escala, así como mayor cuota de mercado, para poder ostentar mayor poder en las negociaciones con los grandes fabricantes y con sus clientes.

c) El proceso de concentración se ha acelerado en los últimos años, a causa de su desfase con respecto al de la industria manufacturera y de las marcadas deficiencias estructurales del sector de la distribución comercial española en el ámbito del mercado único europeo.

d) El proceso actual de reestructuración del comercio español está auspiciado, en buena medida, por la incorporación de nuevas tecnologías y la adaptación a los nuevos gustos y necesidades de la demanda.

El hecho de que existan barreras de entrada al sector, unido a la actual concentración de ventas en las grandes empresas de distribución comercial españolas, sugiere que las mismas tenderán a incrementar su cuota de mercado, aumentando, de este modo, la concentración en el sector durante los próximos años.

En consecuencia, nos encontramos ante un sector en el que existen barreras de entrada y alta concentración, y en el que las grandes empresas ostentan un elevado poder de mercado (o de monopolio) que utilizan, tanto frente a las medianas y pequeñas empresas de distribución comercial para establecer ciertas “reglas del juego”, a las cuales tienen que ir acomodándose si no quieren perder totalmente su poca participación en el mercado, como frente a sus proveedores, “imponiéndoles” las condiciones en las negociaciones, o frente a las entidades financieras, exigiéndoles remuneraciones extra-mercado de los pasivos y el no cobro de algunas comisiones. Previsiblemente, las grandes empresas del sector mantendrán dicha posición “dominante” en el futuro, dado que se deriva del incremento de la concentración sectorial.

Estructura organizativa.

La mayor parte de las grandes empresas de distribución comercial diversificadas han optado por una estructura multidivisional o por la creación de grupos empresariales. Es muy frecuente que, en una fase inicial de desarrollo de la actividad financiera, exista dentro de la empresa de distribución comercial una división cuya actividad sea precisamente la financiera y que, cuando el volumen de tal negocio financiero adquiere una determinada masa crítica, una de las empresas que forman el grupo se especialice en actividades financieras y/o parafinancieras (filiales financieras y/o aseguradoras).

Adoptar una cultura de servicio al cliente está cada vez más generalizado en las grandes empresas de distribución, lo cual ha motivado el surgimiento de distintos servicios complementarios a la compra, entre los que destacan los financieros, como por ejemplo, el pago aplazado de la compra y el crédito al consumo.

Estructura de propiedad y dirección. Efectos de la asimetría de información sobre las decisiones financieras de la empresa.

No existe, a ese respecto, una pauta general de comportamiento en el sector que nos ocupa. Pero si se aprecian en él pautas comunes con el resto de los sectores de la economía

española: una concentración de la propiedad importante, un gran número de empresas controladas por familias y por empresas extranjeras y una participación minoritaria de entidades financieras.

Las familias ejercen normalmente un control absoluto o mayoritario (por tanto “efectivo”) ; y por ello, disponen de unos elevados incentivos para supervisar la actuación de los gerentes, y sobre todo, para depositar esa gerencia en manos de miembros del grupo familiar.

La teoría de la jerarquía de las preferencias sostiene que los directivos financian las inversiones preferentemente con recursos generados internamente, porque así favorecen sus intereses, al eludir el examen directo de los mercados financieros y evitar incrementos en el riesgo de quiebra derivados del endeudamiento, así como el coste efectivo que suponen las nuevas emisiones de fondos ajenos.

Las diferencias de información entre directivos, accionistas y acreedores, junto a la divergencia de sus intereses, originan conflictos asociados a la discrecionalidad de los directivos en la toma de decisiones, e inciden sobre las expectativas de los accionistas y acreedores en cuanto al valor de su inversión.

Cuanto mayor sea la dispersión de la propiedad de la empresa y cuanto menor la participación significativa de los directivos en la propiedad del capital, cabe esperar mayor discrecionalidad directiva, mayores conflictos de agencia, menor nivel de endeudamiento y menor tasa de distribución de dividendos, todo lo cual influirá negativamente en el valor de la empresa.

La asimetría de información entre directivos por una parte y, accionistas y acreedores por otra, conduce a situaciones de *selección adversa o antiselección*; es decir, a que los inversores valoren la información que reciben suponiendo la posibilidad más desfavorable, a fin de cubrirse del riesgo de que realmente lo sea. Así, las ampliaciones de capital producen un efecto negativo sobre la cotización de las acciones, mientras que los aumentos de endeudamiento, el reparto de dividendos, y las decisiones de inversión y

recompra de acciones producen un efecto positivo. Si bien estos efectos están condicionados a la participación de los directivos en la propiedad, las posibilidades de inversión de la empresa o la confluencia de varias señales informativas.

De ahí que la concentración de la propiedad y la existencia de accionistas permanentes o temporales, pueda afectar a las decisiones financieras de la empresa a largo plazo y por ende, al valor de la misma. Sólo los inversores relativamente grandes (inversores institucionales) y de carácter permanente estarán inclinados a controlar de modo significativo el comportamiento y la gestión de la empresa.

Asimismo, la naturaleza del grupo que ejerce el control en las empresas incide en su eficiencia y rentabilidad. Las empresas con un control mayoritario basado en un grupo familiar y/o en particulares son más eficientes al explotar las oportunidades de beneficio del mercado, porque sus costes de organización son menores.

La asunción por una entidad financiera-propietaria de la función de accionista activo en la empresa limita la discrecionalidad con la que actúan los directivos profesionales. En general, en un contexto de información asimétrica y contratos incompletos, los bancos-accionistas pueden ejercitar el control sobre la empresa de una forma más eficiente que el que ejercerían los mercados financieros, al resolverse los problemas de falta de información que tienen los mercados cuando evalúan el potencial de la empresa y al limitar la discrecionalidad con la que actúan los directivos profesionales. Además, la participación bancaria en las empresas, las permite disponer de fondos comprometidos a largo plazo, quizás a un coste inferior al que ofrecen los mercados de capitales. Además, en situaciones de crisis de la empresa, ofrece soluciones menos traumáticas, ya que se cuenta con un accionista realmente interesado en la evolución de los resultados de la empresa ("accionista exigente"), lo cual facilita un eventual cambio estratégico o un proceso de reestructuración, reduciendo los conflictos sociales.

Estrategias competitivas.

Los grandes almacenes llevan a cabo una estrategia de diferenciación mediante una atención individualizada al cliente, una oferta selecta de artículos, un servicio pre-venta y post-venta y una serie de accesorios o “complementos” al servicio principal: la venta. Entre ellos se encuentran la tarjeta de compra y el sistema de ventas a crédito. Sin embargo, esta estrategia, inicialmente específica de los grandes almacenes, deja de ser exclusiva de este grupo. La ampliación de la gama de productos y la vuelta al mejor servicio es hoy una necesidad generalizada y también una estrategia competitiva común, dado que el precio ya no es el único factor de satisfacción para el consumidor.

Estrategias corporativas.

Las grandes empresas de distribución comercial están desarrollando estrategias de crecimiento, no sólo a nivel doméstico, sino también internacional. Mediante sus estrategias de expansión, logran incrementar su cuota de mercado generando importantes economías de escala, de las que pueden derivar ventajas competitivas en costes. A su vez, esa mayor cuota les permite ostentar un mayor poder de mercado frente a las medianas y pequeñas empresas y mejorar su posición frente a sus proveedores nacionales y multinacionales.

La estrategia de diversificación no relacionada es una estrategia mucho más arriesgada que la relacionada, que se justifica por motivos principalmente financieros: asignación de los recursos financieros de una forma más eficiente que el mercado de capitales mediante la corrección de las imperfecciones de mercado, creando unos “mercados de capitales internos” que eviten los costes de transacción propios del mercado. Además, la sede central asegura un control de los comportamientos oportunistas de los directivos de cada una de las divisiones, más eficaz que el ejercido por el Consejo de Administración sobre el directivo de una empresa especializada. También buscan una disminución del riesgo conjunto de la empresa, así como un abaratamiento de costes de financiación, al obtener economías de escala con el volumen de recursos y

conseguir unos *cash flow* más estables mediante la solidaridad financiera de grupo, así como una mayor estabilidad en la autofinanciación.

La justificación de la diversificación de tipo relacionado se centra en el mercado de factores, al suponer que la oficina central de la empresa es más eficiente que el mercado de factores en la asignación de recursos; con lo cual se reducen los costes de transacción. La Economía Industrial justifica las estrategias de diversificación empresarial basándose en el incremento del poder de mercado y en la explotación de sinergias, que incrementan la eficiencia económica cuando los activos que se comparten por varios negocios no son perfectamente divisibles o tienen características de bien público o “cuasipúblico”. La teoría de los recursos y capacidades explica la diversificación como el resultado de la posesión de capacidad sobrante en recursos que tienen múltiples usos y para los cuales existe una imperfección en el mercado. Sin embargo, en muchas ocasiones los objetivos de la dirección y su discrecionalidad pueden llevarles a preferir, más que una eficiencia o creación de valor para los propietarios, un crecimiento excesivo de la empresa a través de la diversificación, asegurando su continuidad, sus altos cargos y sus elevados salarios. Finalmente, la diversificación vertical hacia atrás, integrando actividades de los proveedores, o hacia adelante, emprendiendo actividades antes desarrolladas por los clientes, trata, además, de controlar y garantizar las fuentes de aprovisionamiento y/o los canales de distribución, respectivamente.

Sobre ese particular, las grandes empresas españolas de distribución comercial han llevado a cabo durante los últimos años intensos procesos de diversificación:

a) Estrategias de integración vertical “hacia atrás”, asumiendo casi todas las funciones que realizaban los mayoristas o llegando incluso a convertirse en sus propios proveedores. Estas estrategias, junto con el aumento de importancia de las marcas del distribuidor (o marcas propias), suponen un incremento de su poder de negociación frente a los fabricantes, que tienen que acogerse a sus condiciones si no quieren ver rescindidos sus contratos de suministro.

b) Estrategias de diversificación horizontal, ampliando su campo de actuación hacia negocios relacionados que complementan la oferta de servicio al cliente. En algunos casos estas estrategias se justifican al amparo de dos premisas: cuando el grupo alcanza una masa crítica determinada de gastos en tales sectores, para cubrir sus propias necesidades en los mismos, opta por prestarse a sí mismo ese servicio, con el añadido de poder captar terceros clientes, si desagrega esa actividad. Se trata en definitiva de utilizar su “saber hacer” para actividades distintas de la distribución comercial, explotando sinergias al compartir ciertos activos específicos: las habilidades de la empresa. La empresa, mediante algunos de estos “nuevos” negocios, relacionados con la actividad de distribución comercial, consigue una mayor diferenciación, ya que amplía su gama de productos y servicios, pudiendo ofrecer de este modo, un mayor servicio y atención a sus clientes, al tiempo que garantiza su “fidelidad”.

En relación con las formas de desarrollo de las empresas de distribución comercial:

a) Es frecuente el crecimiento interno o “natural” en sus estrategias de expansión, que permite la optimización de la gestión de su proceso al adquirir los recursos de una forma paulatina y armonizada, financiándolo principalmente con recursos generados y mediante recursos ajenos a corto plazo procedentes de proveedores.

b) El crecimiento externo basado en fusiones por absorción y adquisiciones de las “numerosas” empresas que en este sector entran en suspensión de pagos, ha sido empleado como una forma rápida de expansión que evitaba los inconvenientes del crecimiento interno, al reducir sus riesgos, ya que se adquiría una empresa en funcionamiento; así como se reducía el período de maduración de la inversión. En algunos casos se ha utilizado para entrar en algunos nuevos negocios, eliminando los costes de transacción propios del mercado.

c) Las formas “híbridas” o intermedias entre la empresa y el mercado para organizar la producción, basadas en acuerdos de cooperación y colaboración mediante alianzas estratégicas, que suponen un compromiso entre flexibilidad y eficiencia y que eliminan tanto los costes de transacción del mercado como los de coordinación en la empresas, se

han utilizado frecuentemente por estas empresas para aprovecharse de las asimetrías de recursos entre las mismas, combinando sus ventajas competitivas; para compartir su “*know-how*” logrando sinergias positivas; para introducirse o desarrollar algunos negocios; para poder acceder a mercados internacionales; para reducir la competencia y facilitar su supervivencia, o simplemente para conseguir apoyos financieros o compartir riesgos en determinadas actividades que requieren elevadas inversiones iniciales.

Poder de negociación frente a proveedores y gestión del capital circulante.

La actividad financiera implícita de las grandes empresas españolas de distribución comercial surge por una eficaz gestión de sus activos circulantes, sobre todo gracias al elevado plazo medio de pago que consiguen de sus proveedores por su posición de mercado dominante en la negociación frente a los mismos, que les permite disponer de un período “extra” de liquidez. Esta posición se ve reforzada, actualmente, debido a factores como:

- a) El proceso de concentración en el sector de la distribución comercial, que ha repercutido en la concentración del poder de compra en pocas empresas.
- b) La presencia mundial de algunos grandes grupos de distribución comercial, así como la tendencia generalizada a realizar sus compras a nivel europeo, lo que les facilita el contacto con un mayor número de proveedores de diferentes países.
- c) El elevado grado de competencia entre los proveedores (fabricantes) en el ámbito de la UE, a raíz de la creación del Mercado Interior Europeo.
- d) La amenaza de integración vertical, hacia atrás o hacia adelante, que supone un alto riesgo para proveedores y/o clientes, y que se acentúa si la empresa concentra un volumen de ventas importante.
- e) Sus modelos de gestión, que evolucionan hacia formas más centralizadas en cuanto a la negociación.
- f) La temporalidad anual de los contratos firmados con los proveedores, que facilita la obtención de “nuevos” descuentos y promociones posteriores a lo largo del año, produciéndose conductas de oportunismo poscontractual y el problema de la retención; y que les permite beneficiarse de los efectos de la inflación.

Una de las manifestaciones del elevado poder de negociación de las grandes empresas de distribución comercial frente a sus proveedores se concreta en el elevado aplazamiento de los pagos a los mismos.

Plazos medios de pago a proveedores en Europa: análisis comparado y tendencias regulatorias.

Factores como el precio del dinero, las facilidades crediticias, los márgenes comerciales o el tamaño de la empresa determinan los plazos medios de cobro y de pago.

La distribución española presenta los plazos medios de pago a proveedores mayores de Europa, sólo superados por Italia; si bien en un marco de plazos de pago también más largos para otros sectores productivos españoles.

A nivel europeo, existe una preocupación generalizada por la ampliación de los plazos de pago a proveedores y el incumplimiento de los plazos pactados -en España, manifestada en la Ley de Comercio de diciembre de 1995-, debido a sus consecuencias negativas para la competitividad de las empresas proveedoras y su supervivencia a largo plazo, al deteriorarse su situación de tesorería e incrementarse el riesgo de impago asociado al volumen de crédito entre empresas, aumentarse sus gastos administrativos y financieros y reducirse consecuentemente sus beneficios. Además, se produce un efecto disuasorio sobre las empresas con elevados plazos de pago que desean participar en las compras transfronterizas, y los plazos de pago excesivos se propagan por “contagio” hacia todos los sectores de la economía.

Sin embargo, los efectos potenciales de una posible disminución en el período medio de pago a proveedores debido a su regulación, llevaría a las empresas de distribución a exigirles mayores descuentos, por lo que la situación de dependencia económica de los proveedores no cambiaría y el efecto global en las cuentas de resultados de las distribuidoras sería escaso al compensarse el menor saldo financiero con un aumento en el margen de explotación; al tiempo que el recorte de la financiación vía

proveedores obligaría a las empresas con estructuras financieras menos capitalizadas a recurrir al endeudamiento o a algún tipo de operación financiera.

Análisis del Fondo de Maniobra y gestión de circulantes en las empresas de distribución comercial.

En las empresas de distribución comercial, los créditos de provisión constituyen una fuente financiera que se obtiene de una manera prácticamente “automática”, es decir, “no es negociada”, dado el poder que ostentan dichas empresas frente a sus proveedores, y su duración sobrepasa las necesidades de financiación del ciclo de explotación de la empresa, por lo que dicho “excedente” se emplea para financiar otras partidas del circulante (como inversiones financieras temporales) o del inmovilizado. De ahí que, habitualmente su fondo de maniobra o rotación sea negativo. Sin embargo, ello no significa un riesgo de suspensión de pagos. Son empresas con una rotación alta de las existencias, lo que les dota de una posición de gran liquidez; ya que imponen a sus proveedores y acreedores unas condiciones de pago a mayores plazos, lo que hace que su pasivo circulante tenga una permanencia tal que se pueda emplear por ellas para financiar todo el activo circulante e incluso la expansión de su activo fijo, pasando su fondo de maniobra a ser negativo.

Si el crédito comercial no estuviera vinculado a ninguna transferencia de fondos o modificación del comportamiento de las empresas en sus relaciones comerciales implicaría:

1) Automaticidad del crédito, es decir, la magnitud del mismo vendría determinada por la magnitud de la cuenta que lo origina: compras o ventas, ajustándose a las mismas de forma pasiva. Ello sólo será posible cuando los períodos de pago a proveedores y de cobro a clientes coincidan.

2) Relación entre el pago a proveedores y la rotación de mercaderías; es decir, que los proveedores no financien las compras.

3) Ausencia de transferencias de fondos entre clientes y proveedores.

4) Ausencia de motivos financieros.

Dado que estas condiciones no se producen en el sector de la distribución comercial, se concluye que este tipo de créditos comerciales de proveedores no tienen un comportamiento neutral, sino todo lo contrario: generan un negocio financiero implícito en las grandes empresas de distribución comercial, cuyo origen se encuentra principalmente en su eficaz gestión de circulantes.

Por otro lado, la reactivación de este tipo de crédito en detrimento del bancario puede tener consecuencias negativas:

1) Se puede contrastar una relación positiva entre la financiación interempresarial, y las suspensiones de pagos y el riesgo de inestabilidad financiera en las empresas.

2) Adopta un papel “activo” en la generación y transmisión de crisis financieras, dado que la capacidad de las empresas no financieras para acotar el alcance de crisis generalizadas de pagos es inferior a la del sistema financiero, que dispone de medios y mecanismos singulares diseñados para gestionar ese tipo de situaciones con un enfoque unitario, global y, en cierta medida, cooperativo (seguro de depósitos).

El aplazamiento de pago a los proveedores y su rotación rápida de las mercancías almacenadas permite a las empresas de distribución comercial disponer de unos fondos de tesorería que rentabilizan al máximo, generalmente invirtiendo en activos financieros cotizados del mercado bursátil y en Deuda Pública. Los rendimientos de tales inversiones financieras se reflejan en sus “elevados” ingresos financieros, que en la mayoría de los casos superan los gastos financieros, generando resultados financieros positivos.

Existe relación entre los plazos medios de pago a proveedores por las empresas distribuidoras y los tipos de interés en la UE, de manera que en los períodos de tipo de interés elevado se alargan aún más tales aplazamientos, con lo que se incrementan sus ingresos financieros, al disponer de una mayor liquidez, y resultarles posible prescindir del crédito bancario oneroso.

El empleo cada vez más extendido de las tarjetas de crédito, emitidas por entidades financieras o por las propias empresas de distribución, ha modificado sus políticas de

cobro, siendo cada vez más habituales las ventas mediante tarjetas de compra propias y con pago aplazado. Desarrollan una gestión de clientes muy rentable, dado que, basándose en el sistema de *credit-scoring*, clasifican adecuadamente a sus potenciales clientes según su nivel de riesgo, con lo cual poseen una excelente calidad crediticia de los prestatarios.

La tendencia generalizada hacia la aplicación de las técnicas *just in time* en el sector de la gran distribución comercial, hace que los inventarios de este tipo de empresas se reduzcan y se aproximen al “*stock cero*”. Ello se está consiguiendo gracias a la utilización de la informática en la gestión de *stocks* y la automatización de los almacenes.

Diversificación hacia actividades financieras: antecedentes y situación actual.

Las grandes empresas de distribución comercial amplían su campo de actividad introduciéndose en “nuevos” negocios, con la finalidad de aumentar la gama de productos y/o servicios que ofrecen a sus clientes, cada vez más informados y exigentes, en un entorno más competitivo; para poder de este modo, mantener, o incluso incrementar, su cuota de mercado.

En un principio, fueron los grandes almacenes los que se introdujeron en negocios financieros; si bien, más tarde, esta práctica se generalizó, siendo actualmente habitual que otras fórmulas comerciales de distribución -como los hipermercados y supermercados- desarrollen algunas de estas actividades. Empresas distribuidoras de los EE.UU. y de algunos países europeos constituyen claros antecedentes en este tipo de estrategias.

Los principales motivos que justifican las estrategias de diversificación de las grandes superficies hacia “negocios financieros” pueden resumirse en los siguientes:

a) El factor “ahorro de tiempo” lleva a los consumidores actuales a preferir adquirir los servicios y productos financieros en los mismos establecimientos que el resto de productos, evitando así desplazamientos adicionales y beneficiándose de horarios más amplios que los de la banca.

b) El consumidor, cada vez más sofisticado, prefiere comprar a un precio menor y a través de métodos próximos al autoservicio. Las grandes superficies, al no tener que

financiar redes de sucursales, y mediante inversiones razonables en nuevas tecnologías, pueden ofrecer a sus clientes servicios financieros a un coste inferior al de las entidades financieras.

c) La naturaleza del negocio de detallistas y bancos converge, dado que una parte importante de las necesidades financieras de los consumidores está íntimamente ligada a la compra de bienes y servicios a los distribuidores detallistas.

d) Hoy en día, introducirse en el negocio financiero no requiere excesivas inversiones (ténganse en cuenta los sistemas de banca directa).

e) La imagen de marca conocida y de confianza de las principales empresas de distribución comercial es una ventaja competitiva que les facilita su introducción en el negocio financiero.

Los productos y servicios financieros ofertados en la actualidad por algunas grandes empresas españolas de distribución comercial, se concretan fundamentalmente en los siguientes:

- Actividad de financiación al consumo privado: tarjetas de compra y concesión de créditos.
- Cuentas de tesorería y depósitos de empleados.
- Otras actividades de intermediación y servicios financieros:
 - . Producción y/o comercialización de seguros y fondos de pensiones.
 - . Actividades de intermediación en los sectores mobiliario e inmobiliario.

La participación de entidades financieras en las empresas de distribución comercial y los acuerdos de cooperación entre estas empresas son cada vez más frecuentes. Estos acuerdos se producen principalmente para que las empresas de distribución comercialicen los productos de las entidades financieras a través de sus establecimientos comerciales, para desarrollar actividades conjuntas en algunos negocios, o incluso para que alguna empresa de distribución comercial colabore en alguna campaña promocional de una entidad financiera.

Las decisiones financieras de las grandes empresas españolas de distribución comercial.

Estas empresas, gracias a su posición de mercado dominante en la negociación frente a sus proveedores, consiguen un elevado aplazamiento de sus pagos a los mismos. De ahí que los créditos comerciales concedidos por los proveedores constituyan uno de los recursos financieros más importantes para ellas, constituyendo un tipo de financiación que habitualmente excede la función de financiar la rotación de *stocks* de la empresa.

Por ello disponen de unos fondos de tesorería que rentabilizan al máximo, mediante inversiones financieras temporales y una eficaz gestión de los activos circulantes, generando un importante negocio financiero. A su vez, pueden introducirse en negocios financieros, como el de concesión de créditos al consumo privado a sus clientes, principalmente mediante la emisión de tarjetas de compra, o el negocio asegurador, y emprender estrategias de expansión financiadas con tales créditos de provisión. Lo cual evidencia una interrelación entre sus políticas financieras en el corto y el largo plazo.

La eficaz gestión de circulantes de estas empresas, su poder de negociación frente a proveedores y sus estructuras de propiedad y dirección, caracterizadas por la escasa dispersión del accionariado, el control ejercido por empresas extranjeras, así como la participación minoritaria de entidades financieras, condicionan también sus estructuras financieras, caracterizadas por reducidos recursos propios y ajenos a largo plazo; así como su política de dividendos, habitualmente restrictiva, coherente con los intensos procesos de inversión acometidos, ya que dada la relación de equilibrio entre usos y fuentes de fondos, se produce una relación inversa entre las decisiones de inversión y dividendos, reflejo de la alternativa que suponen en el uso de los recursos disponibles. Por ello es frecuente la financiación de las inversiones con recursos autogenerados.

Del mismo modo, la escasa cotización del capital de estas empresas en el mercado bursátil condiciona sus políticas de dividendos, teniendo en cuenta los efectos informativos de estas políticas. Por tanto, la decisión de repartir dividendos depende de la decisión de autofinanciación, así como de la rentabilidad de las mayores oportunidades de inversión, y

la menor discrecionalidad de los directivos para adoptar las mismas, en este tipo de empresas.

Por tanto, ninguna de las decisiones financieras es irrelevante sino que cada una influye en sus decisiones económicas, y por ende en el valor de la empresa en el mercado, estando mutuamente interrelacionadas todas ellas. Con lo cual se configura su actuación en mercados dotados de imperfecciones.

Incidencia en el sistema financiero: Procesos de desintermediación.

Fenómenos como la liberalización e innovación financiera, el avance tecnológico de la información y las comunicaciones, la mayor experiencia y conocimientos económicos y financieros de los agentes económicos, el desarrollo de mercados financieros alternativos a los bancarios tradicionales, y la armonización de las políticas monetarias y financieras nacionales, han acelerado el proceso de desintermediación del sistema financiero.

Las grandes empresas de distribución comercial asumen, bajo ciertas condiciones, determinadas funciones de intermediación financiera llevadas a cabo tradicionalmente por los intermediarios financieros.

A) Financiación comercial de proveedores:

El crédito interempresarial, tanto el comercial -que resulta del aplazamiento del pago de las transacciones comerciales- como el financiero, constituyen una alternativa de financiación a corto plazo relativamente cercana al crédito bancario, más cómoda y rápida de obtener y, a la vez, de menor complejidad y formalismo que la emisión de activos financieros.

Las grandes empresas de distribución comercial utilizan profusamente esta fuente de financiación, por lo que prácticamente no tienen necesidad de acudir al sistema financiero para obtener fondos, al sustituir las deudas con entidades de crédito por recursos financieros a corto plazo sin coste explícito en sus estructuras financieras.

En este caso, lo que se “desintermedia” propiamente es el descuento comercial o las actividades de *factoring* realizadas por entidades financieras de depósito o entidades financieras vinculadas a grupos bancarios.

El papel de los tipos de interés como asignadores de recursos queda distorsionado así por la actuación empresarial, siendo el nuevo “criterio asignador”, el “poder de mercado” de las empresas.

B) Financiación al consumo privado:

Las grandes empresas de distribución comercial no sólo prescinden de los servicios de intermediación desarrollados tradicionalmente por las entidades financieras, sino que incluso llegan a actuar ellas mismas como verdaderos intermediarios “canalizando” sus propios gastos diferidos, como consecuencia de su gestión del capital circulante, hacia la inversión de las unidades económicas con déficit -especialmente familias-; compitiendo con las entidades financieras en la captación de activo, con la ventaja de permanecer al margen de determinadas regulaciones específicas de tales entidades financieras. En este sentido, el mecanismo del aplazamiento de los pagos redundará en un incremento de su disponibilidad a corto plazo, que utilizan para la concesión de créditos al consumo privado.

Las grandes empresas de distribución comercial proporcionan una financiación alternativa a la ofrecida por las entidades financieras, y en ocasiones, más barata y más rápida, e incluso “automática” a través de las tarjetas de crédito; pero cuyo coste resulta opaco para el prestatario, dado que, en muchos casos, el comprador desconoce el coste financiero efectivo de tales facilidades crediticias. Por tanto, estas empresas ejercen una cierta función propia de los intermediarios financieros, generando activos financieros alternativos al crédito bancario al consumo que contribuyen a la reducción de los márgenes bancarios.

Se constata un incremento de este tipo de créditos durante el ejercicio 1993, a pesar de la atonía del consumo privado en dicho período, y que la proporción de este crédito otorgado sobre el total del crédito comercial concedido por las cajas de ahorros españolas es mayor que el debido a los bancos; aunque estos últimos, debido a su pérdida de cuota

de mercado en inversión crediticia durante los últimos años, sufren en mayor medida los efectos del fenómeno de desintermediación financiera protagonizado por las grandes empresas españolas de distribución comercial.

Se demuestra igualmente, una mayor utilización de las tarjetas como medio de pago y de financiación en España y una mayor participación de las empresas de distribución comercial en el segmento del mercado de financiación del consumo privado a través de tarjetas.

A pesar de la mayor relevancia de las grandes empresas españolas de distribución comercial en el mercado del crédito al consumo privado mediante tarjetas, las cajas de ahorros españolas continúan incrementando su número de terminales en comercios y por ende, el número y volumen de ventas a través de tarjetas emitidas por dichas entidades en empresas de distribución comercial. Debido, en parte, a que este tipo de actividad financiera de las grandes empresas de distribución se encuentra en su etapa inicial de desarrollo, y en parte a la fuerte apuesta tecnológica que las cajas están llevando a cabo para adaptarse a los cambios en los hábitos de sus clientes y conseguir mayores cuotas en el mercado de crédito al consumo en establecimientos comerciales mediante tarjetas y en el mercado de los medios de pago, así como a su mayor eficiencia.

Asimismo, durante los últimos años, la evolución de la financiación del consumo de bienes (excluidos los automóviles) y servicios mediante la concesión de plazos otorgada por las empresas de distribución comercial, ha sido más favorable que la que han concedido las entidades de financiación para dicha finalidad.

C) Las grandes empresas de distribución comercial también realizan actividades bancarias de pasivo, es decir, de captación del ahorro de las familias mediante seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión, así como a través de sus cuentas de tesorería y depósitos de los empleados, que canalizan hacia la inversión productiva, crediticia -financiando el consumo privado-, o en deuda pública -financiando el déficit de las Administraciones Públicas-.

Finalmente, la colocación de sus excedentes de tesorería en los mercados monetarios, sin intermediar las entidades financieras, supone una merma de los recursos de que éstas disponen para canalizar a la inversión crediticia.

Posibles actuaciones de las entidades de depósito de cara al futuro.

Las entidades de depósito, para “recuperar” parte del negocio, tanto de activo como de pasivo, asumido por las grandes empresas de distribución comercial, deben aprovechar las oportunidades que puede suponer la nueva situación:

-Reconociendo el enorme potencial del sector de la distribución comercial en el segmento del crédito al consumo privado, y más concretamente en el mercado de tarjetas de crédito, es interesante para las entidades financieras establecer acuerdos de colaboración con las empresas distribuidoras para la emisión y gestión de sus tarjetas de crédito, e incluso para la concesión de este tipo de financiación a las familias. Dentro del capítulo “crédito al consumo privado” en la economía española, la partida de “financiación a través de medios de pago a corto plazo para compras en grandes superficies” es la que refleja una evolución más favorable en los últimos años, y posiblemente esta tendencia continuará de cara al futuro.

- Mediante alianzas o acuerdos de cooperación, las entidades financieras pueden comercializar sus productos financieros a través de un nuevo canal de distribución: las empresas comerciales. Las dos partes se benefician de este tipo de acuerdos: las primeras por utilizar una nueva forma de comercialización de sus productos sin aumentar sus costes de explotación, mejorando sus rentabilidades y accediendo a nuevas áreas de mercado de una forma rápida; y las segundas por incrementar la oferta de productos y servicios a sus clientes, beneficiándose de la experiencia y tradición que en la producción de dichos servicios financieros tienen las entidades de crédito y sin correr el riesgo que supondría introducirse en dichas actividades ellas mismas.

Revisión de los objetivos e instrumentos de política monetaria.

Durante los últimos años, los cambios registrados en el sistema financiero español por las innovaciones financieras, la aparición de nuevos activos líquidos, la transformación de otros ya existentes, y la necesidad de armonizar la definición de los agregados monetarios con el resto de los países de la UE, con el fin de avanzar en la coordinación de las políticas monetarias prevista para la primera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM), han obligado al Banco de España a llevar a cabo sucesivas redefiniciones y ampliaciones del contenido de las magnitudes monetarias que se utilizaban para fijar sus objetivos monetarios o como indicadores complementarios de éstos.

El proceso de apertura experimentado por la economía española y la adhesión a la UE han centrado la atención en la competitividad de los bienes y servicios españoles frente al exterior. En este sentido, se ha acrecentado la preocupación social y política por la evolución de los precios interiores y por el diferencial de crecimiento de los mismos respecto a los demás países de la UE. Tras el ingreso de España en el Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) y, sobre todo, después de la implantación de la libertad de movimientos internacionales de capital, el debate sobre la necesidad de controlar el crecimiento de los precios se ha hecho, si cabe, más intenso, paralelamente a lo ocurrido en el resto de Estados miembros.

Una inflación elevada y variable obstaculiza el ahorro, perturba la asignación de los recursos, acentúa las oscilaciones de la producción y el empleo, aumenta las desigualdades y dificulta la integración de la economía española en un área europea de estabilidad monetaria y cambiaria. Por todo ello y por la necesidad de cumplir los acuerdos adoptados en Maastricht sobre la necesidad de alcanzar un cierto grado de convergencia en tasas de inflación, tipos de interés y peso del déficit público y del *stock* de deuda en el PIB; la autoridad monetaria española ha reforzado recientemente la finalidad primordial de su política monetaria: “lograr la estabilidad de precios”, sobre la base de la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España el 1 de junio de 1994.

La instrumentación de la política monetaria española, asociada ahora al objetivo directo del control de la tasa de inflación, se efectúa por los procedimientos habituales, principalmente el coeficiente legal de caja, el redescuento, las subastas de crédito, y las operaciones de mercado abierto.

Incidencia de las políticas de crédito de las grandes empresas de distribución comercial sobre el control de la inflación.

Los créditos comerciales otorgados por los proveedores a las grandes empresas de distribución comercial aumentan la capacidad financiera de la economía, lo cual implica una tendencia al alza en el nivel de precios, así como una relajación en los tipos de interés que implican una mayor demanda de inversión por las empresas y por ende, un incremento de la demanda agregada.

El crédito al consumo concedido por las grandes empresas de distribución comercial reduce la dependencia, principalmente de las familias, de otras fuentes de financiación de su consumo, particularmente las bancarias. Por tanto, afecta a la disponibilidad de crédito, condicionando el grado de eficacia de la política monetaria ejercida por el banco central:

- Este tipo de crédito estimula el consumo de las familias muy por encima de lo que su propia capacidad de ahorro les hubiera permitido. Ello supone un incremento de la demanda agregada y por ende, de los precios.
- La utilización de las tarjetas de compra como medio de pago reduce la demanda de dinero efectivo en relación con los depósitos bancarios.
- Las grandes empresas de distribución comercial elevan sus precios de venta para cubrir el mayor coste financiero derivado del aplazamiento del cobro, lo cual tiene efectos claramente inflacionistas.

Por otra parte, la elevada concentración en el sector de la distribución comercial conduce a una reducida competencia vía precios entre las grandes empresas, que actuando como “cuasimonopolios” a consecuencia de su elevado poder de mercado, incrementan sus márgenes por encima del nivel óptimo competitivo; lo cual tiene repercusiones negativas sobre la reducción de la tasa de inflación.

Efectos sobre el desempeño empresarial; estructura económico-financiera y resultados de las grandes empresas de distribución comercial españolas.

Las grandes empresas españolas de distribución comercial están llevando a cabo un intenso proceso de inversión, superior al de sus homónimas europeas, debido principalmente a la etapa más incipiente en que se encuentran dentro de su ciclo de vida.

La fase de crecimiento de las grandes empresas españolas explica su moderno inmovilizado material, los escasos recursos que destinan a la amortización y en consecuencia, una enorme discrecionalidad para asignar sus recursos generados, sobre todo los grandes almacenes e hipermercados.

Al propio tiempo, estas empresas incrementan sus inversiones financieras, ya sean a largo o a corto plazo. El desarrollo de este tipo de actividades se explica, en parte, por el elevado endeudamiento a corto plazo sin coste explícito característico de sus estructuras financieras, que consiguen gracias a su posición comercial dominante frente a sus proveedores, y que supera al de la distribución europea. De ahí que, debido a su eficaz gestión de tesorería, los ingresos y resultados financieros de las grandes empresas de distribución comercial españolas sean más importantes que los de las europeas.

Llevar a cabo decididas políticas de autofinanciación de su expansión motivadas por su escaso endeudamiento con coste explícito y sus estructuras concentradas de la propiedad características de la empresa familiar y del control extranjero, que permiten desarrollar políticas de dividendos más restrictivas.

La alta productividad operativa que obtiene el modelo de gestión aplicado por las compañías españolas explica que obtengan rentabilidades muy similares a las grandes empresas europeas de distribución comercial, caracterizados por una gran eficiencia en la utilización de su activo fijo y una estructura reducida de costes financieros y de explotación.

Los grandes almacenes obtienen, en general, una mayor rentabilidad económica, debido, principalmente al mayor margen bruto de beneficio por unidad vendida que consiguen al ofrecer una mayor diferenciación de sus productos y servicios, y en menor medida, a su mayor eficiencia empresarial. Sin embargo, el efecto "palanca" amplificador del elevado endeudamiento de las cooperativas, hiper y supermercados sobre su menor rentabilidad económica produce una rentabilidad financiera que alcanza a la de los grandes almacenes.

En el análisis de la solvencia de estas empresas, los hipermercados tienen una peor posición frente a los grandes almacenes, tanto de tesorería como de liquidez mediata, aunque similar a la de otros países europeos. Sin embargo, usando como medida amplia de liquidez el fondo de rotación, se observa que los hipermercados adelantan a los supermercados y cooperativas, acercándose a los más solventes: los grandes almacenes; si bien se sitúan, en general, por debajo de las empresas europeas.

Fundamentación teórica de los modelos de comportamiento financiero.

Las grandes empresas de distribución comercial pueden empezar a desarrollar distintas facetas del negocio financiero, incluyendo la concesión de financiación al consumo privado, a medida que alcanzan una dimensión relativa empresarial determinada ("masa crítica"). El proceso actual de concentración del sector contribuye al incremento de dicho tamaño relativo, así como al de su poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, de los que consiguen mayores aplazamientos de pago.

El poder de mercado de las grandes empresas españolas de distribución comercial condiciona sus políticas de crédito y sus decisiones de inversión y de financiación. Más concretamente, financian su expansión (decisiones económicas) con los créditos de provisión, los cuales, al propio tiempo, les permiten llevar a cabo "inversiones crediticias", esto es, conceder créditos al consumo, que estimulan sus ventas y generan una rentabilidad que supera su coste del capital. Igualmente, sus activos financieros (inversiones financieras temporales, principalmente) superan los considerados "necesarios" para la explotación.

El crédito al consumo es un tipo de inversión que se interrelaciona con las políticas de financiación de estas empresas, condiciona su rentabilidad e incide en el proceso actual de desintermediación de las entidades de depósito. El ciclo de interrelaciones se completa con el efecto que produce la rentabilidad de estas empresas sobre el continuo incremento de su poder de mercado y con la relación recíproca entre su rentabilidad y sus políticas de crédito al consumo, dado que son las empresas más rentables las que pueden desarrollar este tipo de políticas.

Fuentes estadísticas.

A nivel desagregado, la fuente estadística empleada para la estimación de los modelos econométricos, ha sido la relativa a las cuentas anuales de los ejercicios 1992 y 1993 de una muestra inicial de 583 empresas españolas de distribución comercial, depositadas en el Registro Mercantil.

A nivel agregado, para validar los modelos, la base de datos de la CBBE durante el período 1989-1994 constituye la fuente de información óptima, dado que es la única que proporciona unas mínimas garantías de fiabilidad y exactitud.

El tamaño de las muestras definitivas que configuran los estudios empíricos es de 288 empresas para el modelo explicativo de la actividad financiera y de 465 para el modelo de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas. Los períodos a los que se refiere la información de estas empresas son los últimos disponibles, esto es, los ejercicios 1992 y 1993; de tal forma que los valores de las variables explicadas corresponden al año 1993, así como las oportunas variaciones respecto a 1992, mientras que las variables explicativas se refieren al año 1992 para reflejar decisiones financieras tomadas con anterioridad.

Metodología.

Se estiman modelos de regresión lineal y modelos de elección discreta (modelo de probabilidad lineal, *logit* y *probit*). Para contrastar la significatividad estadística de cada coeficiente de regresión se utilizó el estadístico *t-Student* y la bondad de los ajustes se contrastó, básicamente, mediante la “*ratio*” de máxima verosimilitud, que se distribuía Chi-Cuadrado con k grados de libertad, siendo k el número de restricciones, en nuestro caso, el número de coeficientes de regresión β que en la hipótesis nula H_0 se igualan a cero, es decir, el número de variables independientes en el modelo de regresión.

Modelo explicativo de la actividad financiera.

En un primer estudio se determinaron los factores que influyen en la decisión de las empresas españolas de distribución comercial, de iniciar el desarrollo de actividad financiera, además de la puramente comercial.

En la estimación inicial de un modelo de regresión lineal la variable dependiente a explicar “actividad financiera”, definida como el cociente entre los Resultados financieros y las Ventas de cada empresa, -que refleja la rentabilidad de las inversiones de los recursos financieros disponibles en los mercados financieros y los ingresos derivados de los intereses de los créditos concedidos a los clientes; medidos ambos conceptos en términos relativos al compararlos con el montante de ventas- se explica por las variables Proveedores/Ventas, Activo circulante/Pasivo circulante y BAII/Ventas, siendo los estimadores de los coeficientes de regresión de todas ellas estadísticamente muy significativos y el ajuste del modelo casi perfecto. Por lo que las empresas españolas de distribución comercial que deciden desarrollar actividades financieras distintas de su propia actividad comercial, son aquellas que poseen un gran poder de mercado y de negociación frente a sus proveedores, y cuyo activo circulante supera su pasivo a corto plazo, porque su volumen de deudas a corto plazo con coste explícito es muy reducido, y porque la financiación de proveedores les permite disponer de liquidez que rentabilizan en inversiones financieras y/o crediticias. Es decir, sus créditos de provisión son precisamente los que les facilitan unos elevados recursos ajenos sin coste explícito que les permiten

desarrollar actividades financieras. Además, poseen una posición comercial favorable frente a sus clientes, reflejada en su elevado margen sobre ventas, lo cual les conduce a elevadas rentabilidades económicas o de su actividad comercial. Por lo que las empresas que deciden desarrollar otro tipo de actividades (las financieras) diferentes de su propia actividad son precisamente las que son rentables en su negocio habitual (distribución).

En las estimaciones posteriores de los modelos de respuesta cualitativa binomial (modelo de probabilidad lineal, *logit* y *probit*), la variable dicotómica dependiente "desarrollo de actividad financiera" prácticamente se explica por las mismas variables explicativas que en el modelo de regresión lineal. Difieren únicamente en la variable que refleja el poder de mercado de las empresas españolas que deciden introducirse en actividades financieras. En los modelos de elección discreta se sustituye la variable Proveedores/Ventas por Ventas de la empresa/Ventas del sector total (esto es, cuota de mercado), indicativa igualmente del poder de mercado de estas empresas, así como de su tamaño relativo, dado que se trata de empresas de gran dimensión.

Modelo de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras.

En el segundo análisis se pretendían estimar modelos que interrelacionaran las decisiones económicas de expansión de las empresas de distribución comercial y sus decisiones financieras.

En el modelo de regresión lineal estimado, la variable dependiente continua "variación relativa de las ventas de una empresa en el ejercicio 1993 respecto al anterior" -que refleja su estrategia de expansión- está afectada significativamente por el hecho de que en su estructura financiera a corto plazo la financiación sin coste explícito tenga mucho mayor peso que la financiación bancaria, la empresa esté poco endeudada a largo plazo y poco capitalizada, y utilice los recursos generados internamente para autofinanciarse (por tanto, que lleve a cabo una política de dividendos restrictiva).

Los modelos de elección discreta estimados (MPL, *logit* y *probit*) arrojaron las mismas conclusiones que el modelo de regresión lineal, en relación a las políticas

financieras que determinan las decisiones económicas de crecimiento de las empresas del sector de la distribución comercial. Estos modelos añadieron una segunda variable exógena o explicativa (ROI), que indicaba que la probabilidad de crecimiento de las empresas está condicionada igualmente por la rentabilidad económica que obtengan. Es decir, las empresas de distribución comercial que obtienen mayor rentabilidad de sus inversiones tienen una mayor probabilidad de desarrollar estrategias de expansión. Parece obvio que sean las empresas más rentables las que puedan llevar a cabo estrategias de crecimiento.

Por tanto, se constata empíricamente la incidencia de las decisiones financieras (concretamente, la financiación de proveedores) y de la rentabilidad económica (que debe superar al coste del capital) en el crecimiento de las ventas de estas empresas, y por ende en sus decisiones de inversión y su estructura económica o "stock" de capital económico.

Validación de los modelos.

Finalmente, se han contrastado los modelos de comportamiento financiero estimados, para el agregado de grandes empresas españolas de distribución comercial según la CBBE, durante un período temporal comprendido entre los años 1989-1994 (es a partir de 1989 cuando la actividad financiera de las grandes empresas españolas de distribución comercial empezó a ser más relevante).

Dicho agregado cumple fielmente las pautas específicas de comportamiento identificadas como explicativas del desarrollo de actividades financieras y de estrategias de expansión, en los modelos estimados previamente. Concretamente, de su estructura económico-financiera y resultados se deduce:

- Un mayor peso del circulante que del inmovilizado, por su sector de operación menos intensivo en capital.
- Una evolución favorable de las inversiones financieras temporales y permanentes.
- Una elevada proporción de créditos concedidos a sus clientes. Ello, unido a sus elevadas inversiones financieras temporales determina un fondo de maniobra positivo.
- Un intenso proceso de inversión, superior al de otros sectores productivos, incluso en los años de recesión.

- Una funcionalidad productiva del activo estable a lo largo del tiempo.
- Una mayor proporción de recursos ajenos frente a los propios y predominio de la financiación a corto sin coste explícito en su estructura financiera, lo cual evidencia la posición comercial dominante que mantienen estas empresas frente a sus proveedores.
 - Financiación bancaria procíclica.
 - Autofinanciación creciente, aún en los períodos recesivos.
 - Políticas restrictivas de dividendos y de financiación ajena con coste.
 - Fuerte vinculación entre estas empresas y sus filiales y asociadas, principalmente en relación con la proporción de inversiones financieras que las matrices realizan en ellas, y en el peso de la financiación con coste otorgada por las empresas del grupo respecto del total de la financiación ajena, sobre todo en períodos de crisis económica caracterizados por elevados tipos de interés.
- Elevada eficiencia económica en la generación de valor añadido y en la imputación de los principales costes al *output*.
 - . Crecimiento de su cifra de negocios y del valor añadido, aún en la recesión.
 - . Ajuste de su estructura de costes a la caída de actividad mediante la reducción del empleo.
 - . Reducción continuada del coste aparente de su financiación ajena, principalmente como consecuencia de su elevada capacidad negociadora frente a las entidades financieras.
- Una elevada rentabilidad económica y, debido al efecto favorable de su apalancamiento financiero, una rentabilidad de los recursos propios más estable y superior a las del agregado total y de grandes empresas no financieras según la CBBE, a pesar de su menor endeudamiento.
- Una rentabilidad de los activos financieros decreciente y unos resultados financieros alternantes entre valores positivos y negativos, si bien las proporciones de resultados financieros negativos sobre ventas han sido prácticamente nulas.
- Una posición de riesgo favorable.

A partir del cálculo de las variables explicativas de la actividad financiera incluidas en los modelos econométricos estimados, es posible concluir que las grandes empresas españolas de distribución comercial han estado desarrollando una actividad financiera

distinta de su propia actividad comercial durante los años 1990-94 y previsiblemente durante 1995. Es decir, en estas empresas se dan las características de poder de mercado, estructura económico-financiera y resultados propias de aquellas empresas del sector que se introducen en dicha actividad financiera. Se constata una tendencia generalizada en estas grandes empresas diversificadas hacia la actividad financiera en relación a sus estructuras organizativas: cuando dicha actividad alcanza una "masa crítica" determinada, se crea una filial especializada en el mismo.

Asimismo, del cálculo de las variables exógenas de los modelos de interrelaciones entre decisiones económicas y financieras estimados, se deduce que las estrategias de crecimiento de las grandes empresas españolas del sector de la distribución comercial han estado condicionadas por sus decisiones financieras y su rentabilidad durante los ejercicios 1990-94, y previsiblemente también durante el ejercicio 1995. Por tanto, estas empresas actúan en un mercado de producción dotado de imperfecciones, que proporciona oportunidades de resultados extraordinarios que, de hecho, detectan y explotan.

5.2. CONCLUSIONES.

1) La complejidad e interrelaciones que supone la "actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial en España" avala el enfoque multidisciplinario que inspira esta Tesis, al objeto de cubrir así las diversas "lagunas explicativas" del fenómeno, cuando se estudia desde una única y concreta perspectiva teórica.

2) Tales aportaciones teóricas son las que configuran el actual "estado de la cuestión" de la Economía Financiera, según se esquematiza en el gráfico 5.1.

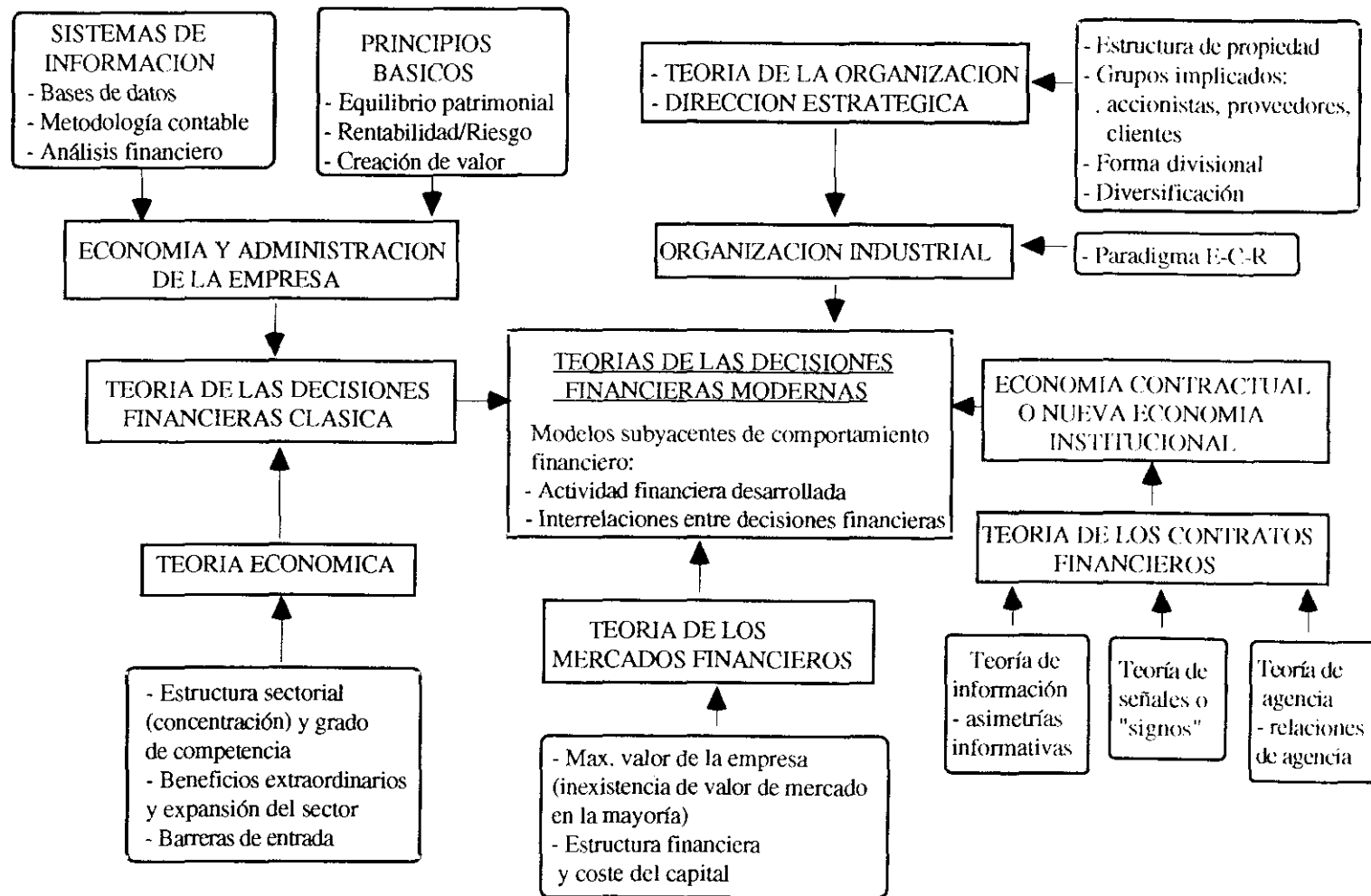


Gráfico 5.1.: Aportaciones teóricas al "estado de la cuestión" de la Economía Financiera.

Fuente: Elaboración propia a partir de Maroto (1993: 24).

3) El objetivo prioritario de la Tesis Doctoral que, a la luz de las teorías de las decisiones financieras, radica en el estudio de la actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial españolas y de las interrelaciones entre sus decisiones económicas y financieras, se desagrega, particulariza y contrasta dentro del marco multidisciplinario descrito; para ofrecer las siguientes conclusiones:

- Teoría Económica:

La estructura sectorial de la distribución comercial en España se caracteriza por un elevado grado de concentración y por la existencia de barreras de entrada (legales y técnicas), que dotan a las grandes empresas de poder de monopolio.

- Teoría de la organización:

Las grandes empresas de distribución comercial han optado por la estructura multidivisional o por la creación de grupos empresariales.

Existe en ellas una concentración importante de la propiedad, un control de un gran número de empresas por familias y por empresas extranjeras y una participación minoritaria de entidades financieras, todo lo cual limita la discrecionalidad directiva. Por otro lado, la participación de los directivos en la propiedad reduce los conflictos de agencia en dichas empresas.

- Dirección estratégica:

En sus estrategias competitivas se produce una vuelta al mejor servicio y una ampliación de la gama de productos (estrategias de diferenciación).

En cuanto a sus estrategias corporativas, su expansión les permite generar economías de escala (ventajas competitivas en costes) y aumentar su cuota de mercado (mayor poder de mercado y de negociación frente a proveedores). En este mismo ámbito, sus estrategias de diversificación relacionada (de integración vertical hacia "atrás" y horizontal -también hacia "negocios" financieros y parafinancieros-) se justifican por la reducción de costes de transacción, por el incremento de poder de negociación frente a proveedores y clientes, por la explotación de sinergias (principalmente imagen de marca y "saber hacer") y por la utilización eficiente de su capacidad sobrante de recursos (teoría de

recursos y capacidades). Finalmente, su crecimiento puede ser interno o "natural", externo o basado en fusiones por absorción de empresas que entran en suspensiones de pagos (mayor concentración sectorial), e intermedio -basado en acuerdos de cooperación y colaboración (con entidades financieras, entre otras)-.

- Economía contractual:

Las teorías de la agencia, de la información y de las señales condicionan las decisiones financieras de las empresas de distribución comercial, teniendo en cuenta:

La divergencia de intereses entre directivos y, accionistas y acreedores; y entre empresas y proveedores (conflictos de agencia).

Las asimetrías informativas entre directivos y, accionistas y acreedores; y entre empresas y proveedores (selección adversa).

Y los diversos efectos positivos sobre el valor de la empresa que originan decisiones como las de expansión de la cuota de mercado y las de nuevas inversiones.

- Organización Industrial:

Según el paradigma de la Economía Industrial "estructura -conducta-resultados", la estructura sectorial (concentración) dota a las grandes empresas de distribución comercial de elevado poder de mercado y de negociación frente a proveedores, lo cual condiciona sus decisiones financieras (endeudamiento a corto plazo sin coste explícito) y estrategias (expansión y diversificación), y a su vez sus resultados. Estas relaciones son circulares.

- Economía y Administración de la Empresa:

La carencia de bases de datos con óptica empresarial, que es común a todas las empresas españolas, se agudiza en las que pertenecen al sector de la distribución comercial, lo que dificulta análisis empíricos como el realizado y condiciona su alcance temporal.

Las grandes empresas de distribución comercial refutan las reglas tradicionales de equilibrio entre masas patrimoniales, al ofrecer sistemáticamente fondos de maniobra negativos que, sin embargo, son compatibles con la solvencia financiera a medio y largo plazo.

4) Todas esas aportaciones teóricas se integran en la explicación y validación de los modelos específicos subyacentes de comportamiento de las grandes empresas de distribución comercial. Tanto para explicar la actividad financiera de tales empresas, como para evidenciar las interrelaciones entre sus decisiones financieras, en coherencia con el objetivo básico de la Tesis Doctoral..

La actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial españolas y su incidencia en el sistema financiero, son susceptibles así de interpretarse de forma integradora (gráfico 5.2.), mediante las contrastaciones realizadas según los mencionados modelos de comportamiento.

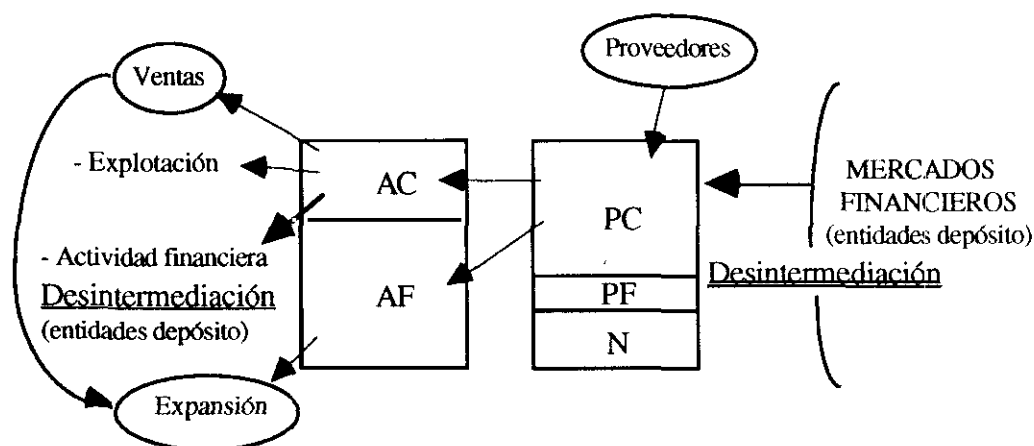


Gráfico 5.2.: Las grandes empresas de distribución comercial españolas y el sistema financiero.

Fuente: Elaboración propia.

La posición de mercado dominante en la negociación frente a sus proveedores, les permite obtener un elevado aplazamiento de sus pagos y una importante financiación a corto sin coste explícito. De este modo, sustituyen en sus estructuras financieras la

financiación bancaria (con coste explícito) por la financiación de proveedores (sin coste explícito), lo cual potencia el proceso de desintermediación financiera de las entidades de depósito.

Además, los créditos de proveedores permiten financiar no sólo su actividad de explotación, sino también inversiones financieras temporales e “inversiones crediticias” a sus propios clientes, introduciéndose, de este modo, en el negocio de la financiación al consumo privado, y por tanto, desintermediando también dicha actividad. Igualmente, el activo fijo de las grandes empresas de distribución comercial pasa a estar influido por la gestión de circulantes, dado que su expansión (o crecimiento de la estructura económica) también depende de dicha financiación sin coste explícito.

5) Las contrastaciones empíricas de los modelos de comportamiento verifican, asimismo, el enfoque multidisciplinar del estudio y validan las hipótesis de trabajo que indujeron su realización. Sus conclusiones, de hecho, sintetizan las enunciadas anteriormente y sirven de colofón a esta Tesis Doctoral:

La actividad financiera de las grandes empresas de distribución comercial se manifiesta en diversas decisiones, económicas y de estructura financiera, que realimentan el proceso de desintermediación financiera.

Las variables explicativas, con significatividad estadística, que condicionan dicha actividad, son las siguientes:

- Proveedores/ventas: poder de negociación frente a proveedores.
- Ventas de la empresa/Ventas del sector total (Cuota de mercado): poder de mercado y tamaño relativo de las empresas
- Activo circulante/Pasivo circulante: inversiones financieras y crediticias.
- BAI/Ventas: posición comercial favorable frente a clientes, que conduce a elevadas rentabilidades económicas o de la actividad principal.

El modelo explicativo de las interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas del sector de la distribución comercial en España evidencia, a su vez, las repercusiones que tienen las imperfecciones de mercado sobre su estructura financiera, y la inducción de éstas sobre las ventas y las nuevas decisiones de inversión. Por tanto, estas empresas detectan y explotan las imperfecciones de mercado.

Con arreglo a esto, las decisiones económicas de crecimiento de las grandes empresas de distribución comercial españolas, tanto en sus estrategias de expansión como en las de diversificación hacia nuevos negocios (especialmente el financiero) están significativamente afectadas por sus decisiones de financiación y dividendos y por la rentabilidad económica que obtienen (que debe superar al coste del capital). De forma estadísticamente significativa, las variables explicativas de su crecimiento son:

- Recursos propios/Total pasivo (signo negativo).
- Deuda bancaria a corto y largo plazo/Total pasivo (signo negativo).
- Deuda comercial a corto plazo/Total pasivo.
- ROI: Rentabilidad económica.

En definitiva, ello supone que sus decisiones de inversión están afectadas significativamente por los hechos de que en su estructura financiera a corto plazo la financiación sin coste explícito tenga mucho mayor peso que la financiación bancaria; de que estén poco endeudadas a largo plazo y poco capitalizadas; de que utilicen los recursos generados internamente para autofinanciarse (por tanto lleven a cabo políticas de dividendos restrictivas); y de que obtengan una rentabilidad de su actividad comercial que supere su coste del capital.

BIBLIOGRAFÍA CITADA.

- AAKER, D.A. (1989), "Managing Assets and Skills: The Key To a Sustainable Competitive Advantage", *California Management Review*, winter, pp. 91-106.
- ABELL, D. F. (1980), *Defining the Business: The Starting Points of Strategic Planning*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J.
- AGRAWAL, A. y MANDELKER, G. (1987), "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 4, pp. 823-37.
- AGRAWAL, A. y NAGARAJAN, N. (1990), "Corporate Capital Structure Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms", *The Journal of Finance*, vol. 45, n. 4, pp. 1325-31.
- AHARONY, J. y SWARY, I. (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, vol. 35, n.1, pp. 1-12.
- AKERLOF, G. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, pp. 488-500.
- ALDRICH, J.H. y NELSON, F.D. (1986), *Linear probability, logit, and probit models*, Series Quantitative Applications in the Social Sciences n. 45, Sage University Paper, California.
- ALESINA, A. (1989), "Politics and business cycles in industrial democracies", *Economic Policy*, n. 8, pp. 57-98.
- ALCHIAN, M.A. y DEMSETZ, H. (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, vol. 62, n.5, pp. 777-95.
- ALIMARKET (1990, 1991, 1992, 1993 y 1994), *Anuario de la Distribución*.
 - (1992), "Distribución Alimentaria. Los grandes siguen creciendo", *Alimarket*, , pp. 18-34.
 - (1994), "Distribución Alimentaria. Diez grupos copan la mitad del mercado", *Alimarket*, , pp. 42-62.
- ALMOGUERA, A. (1995), *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Civitas, Madrid.
- ALTMAN, E. I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", *The Journal of Finance*, sept., pp. 1067-89.
 - AVERY, R.B.; EISENBEIS, R.A. y SINKEY, J. F. (1981), *Application of classification techniques in business, banking and finance*, JAI Press, Greenwich.

- AMAT, O. (1991), *Análisis económico-financiero*. Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- AMBARISH, R.; JOHN, K. y WILLIAMS, J. (1987), "Efficient Signalling with Dividends and Investments", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 2, pp. 321-43.
- AMEMIYA, T. (1981), "Qualitative response models: a survey", *Journal of Economic Literature*, vol. 19, n. 4.
- AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, n. 12, pp. 605-17.
- AMIT, R. y SCHOEMAKER, P. (1993), "Strategic assets and organisational rent", *Strategic Management Journal*, n. 14, pp. 33-46.
- ANDERSEN CONSULTING (1990, a), "Una visión de futuro para la Distribución Comercial Alimentaria", *Markerama*, n. 182, enero-febrero, pp. 32-37.
- (1990, b), "Evolución de las relaciones fabricante-distribuidor del sector alimentario", *Markerama*, n. 183, marzo-abril, pp. 31-37.
- ANG, J.; CHUA, J. y McCONNELL (1982), "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note", *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 1, pp. 219-26.
- ANG, J. y PETERSON, D. (1985), "Return, Risk, and Yield: Evidence from Ex Ante Data", *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 2, pp. 537-48.
- (1986), "Optimal Debt Versus Debt Capacity: A Disequilibrium Model of Corporate Debt Behavior", *Research in Finance*, n. 6, pp. 51-72.
- ANSOFF, H.I. (1965), *Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, McGraw-Hill, New York. Traducido en (1976), *La Estrategia de la Empresa*, Ediciones Universidad de Navarra, Pamplona.
- AOKI, M. (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press.
- ARBELO, A. y PEREZ, P. (1993), "Producción multiproducto y economías de escala y alcance, *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, n. 8, pp. 77-8.
- ARROW, K.J. (1974), *The limits of organization*, First edition, W.W. Norton & Co., New York.
- ARRUÑADA, B. (1990), *Economía de la empresa: un enfoque contractual*, Ariel Economía, Barcelona.
- ASQUITH, P. y MULLINS, D. (1983), "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business*, vol. 56, n. 1, pp. 640-59.

- (1986), "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, n. 1, pp. 61-89.
- AUDOYE, J.M. (1975), *El fondo circulante*, Francisco Casanovas Ed., Madrid.
- AYUSO, J. y VEGA, J. L. (1993), "Agregados monetarios ponderados: el caso español", *Documento de Trabajo*, n. 9303, Servicio de Estudios, Banco de España.
- AZOFRA, V. (1987), *La estructura de capital de la empresa: Factores explicativos*, Tesis doctoral, Universidad de Valladolid, Secretariado de Publicaciones.
- FERNANDEZ, A.I.; HERNANGOMEZ, J y DE MIGUEL, A. (1991), "Análisis sectorial del comportamiento financiero de las empresas públicas y privadas en España: Un enfoque multivariante", *Documento inédito*.
- BACHILLER, A.; LAFUENTE, A. y SALAS, V. (1982), *Gestión económico-financiera del circulante*, Pirámide, Madrid.
- BADARACCO, J.L. (1993), *Alianzas estratégicas*, McGraw-Hill, Madrid.
- BAIN, J.S. (1956), *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- (1959), *Industrial Organisation*, Wiley, New York.
- BALLARIN, E. (1985), "Evolución y revolución en el negocio bancario: una aproximación al caso español", *Círculo de Empresarios*, 4º trimestre, pp. 23-35.
- (1989), *Estrategias competitivas para la banca*, Ariel, Barcelona.
- BANCO DE ESPAÑA (1995), *Boletín Estadístico y Boletín Económico*.
- (1995), "La actividad y la cuenta de resultados de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOL) durante 1994", *Boletín Económico*, junio 1995, pp. 49-78.
- BARCLAY, M. (1987), "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax", *Journal of Financial Economics*, n. 19, pp. 31-44.
- BARBEA, A.; HAUGEN, R. y SENBET, L. (1985), *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, New Jersey.
- BARNETT, W. (1980), "Economic Monetary Aggregates. An Application of Index Number and Aggregation Theory", *Journal of Econometrics*, n. 14, pp. 11-48.
- (1986), "The Microeconomic Theory of Monetary Aggregation", *New Approaches to Monetary Economics*, cap. 6, Cambridge University Press, Cambridge.
- BARNEY, J. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, vol. 17, n. 1, pp. 99-120.
- y OUCHI, W. (1986), *Organizational Economics: Toward a New Paradigm for Studying and Understanding Organizations*, Jossey-Bass, San Francisco.

- BARTLETT, C. y GHOSHAL, S. (1991), *La empresa sin fronteras: la solución transnacional*, McGraw-Hill, Madrid
- BARTON, S.L. (1988), "Diversification strategy and systematic risk: another look", *Academy of Management Journal*, vol. 31, n. 1, pp. 166-75.
- BAR-YOSEF, S. y HUFFMAN, L. (1986), "The Information Content of Dividends: A Signalling Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, n. 1, pp. 47-58.
- BAUMOL, W.J. (1952), "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach", *Quarterly Journal of Economics*.
 - (1959), *Business Behaviour, Value and Growth*, MacMillan, New York.
 - (1982), "Contestable Markets", *American Economic Review*, n. 72, pp. 1-15.
 - PANZAR, J.C. y WILLING, D.R. (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industrial Structure*, Harcourt Brace, Jovanovich, NY.
- BAXTER, N. D. (1967), "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, n. 22, sept., pp. 395-403.
- BECKMAN, T. y FOSTER, R. (1955), *The theory of credit*, Mc Graw-Hill, Nueva York.
- BENEGOECHEA, J. y PIZARRO, J. (1991), "La banca que inicia los 90", *Papeles de Economía Española*, n. 49, p. 186.
 - (1993), "Las nuevas fronteras del negocio bancario", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 85-111.
 - (1994), "El catalizador del cambio en el negocio bancario. La desintermediación", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 78-89
- BENSTON, G. J. y SMITH, C. W. Jr. (1976), "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 31, n. 2, pp. 215-31.
- BERANEK, W. (1966), *Working Capital Management*, Wodsworth Publishing Company, New York.
- BERGER, P.G. y OFEK, E. (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 1, pp. 39-66.
- BERGES, A. (1984), "Teoría de la empresa y valoración de los dividendos en el mercado español de capitales", *Información Comercial Española*, julio, pp. 79-86.
 - y SORIA, P. (1993), "La empresa bancaria y la moderna teoría financiera", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 42, pp. 11-23.
- BERGLOF, E. (1990), "Capital structure as a mechanism of control", en M. Aoki, B. Gustafsson y O. Williamson, *The firm as a nexus of treaties*, Sage, Londres.

- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, Nueva York.
- BESTER, H. (1985), "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 75, pp. 850-55.
- BHATTACHARYA, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy", *The Bell Journal of Economics*, primavera, pp. 259-70.
 - (1980), "Nondissipative Signalling Structures and Dividend Policy", *Quarterly Journal of Economics*, n. 95, pp. 1-24.
- BIAIS, B.; GOLLIER, C. y VIALA, P. (1995), "¿Por qué usan las empresas pagos aplazados? Un modelo de señalización", en García, M.A. y Tarrazón, M.A.(eds.), *Economía Industrial y Finanzas*, Fundación BBV, Bilbao, pp. 107-12.
- BLACK, F. y SCHOLES, M. (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, n. 81, p. 637.
- BLIZZARD, R.T. (1976), *The Comparative Evolution of Selected Retail Institutions in the United States and Australia: a Culture Ecological Analysis*, Tesis Doctoral, University of Colorado, UMI, Boulder.
- BLOIS, K.L. (1971), "Vertical Quasi-integration", *The Journal of Industrial Economics*, n. 20, noviembre, pp. 253-72.
- BOLTON, P. y SCHARFTEIN, D. (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review*, n. 80, pp. 93-106.
- BORENSTEIN, S. y ROSE, N. (1995), "Bankruptcy and Pricing Behavior in U.S. Airline Markets", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, n. 85, pp. 388-402.
- BORWMAN, R.G. (1995), "Information content of Financial Leverage; An Empirical Study: A Comment", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n. 3, pp. 455-60.
- BOSWORTH, B. (1971), "Patterns of Corporate External Financing", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, pp. 253-79.
- BOYER, R. (1992), *La teoría de la regulación. Un análisis crítico*, Edicions Alfons El Magnànim, Valencia.
- BRADFORD, W. (1987), "The Issue Decision of Manager-Owners under Information Asymmetry", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 5, pp. 1245-60.

- BRADLEY, M; JARRELL, G. y KIM, E. (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 3, pp. 857-80.
- BRANDER, J. y LEWIS, T. (1986), "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", *American Economic Review*, n. 76, pp. 956-70.
 - (1988), "Bankruptcy Costs and the Theory of Oligopoly", *Canadian Journal of Economics*, n. 21, pp. 221-43.
- BREALEY, R. A. y MYERS, S. C. (1993), *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill/Interamericana, Madrid.
- BRECHLING, R. y LIPSEY, R. G. (1963), "Trade credit and monetary policy", *Economic Journal*, dic., pp. 618-41.
 - (1966), "Trade Credit and Monetary Policy: a Rejoinder", *Economic Journal*, marzo, pp. 165-67.
- BRENNAN, M. J.; MAKSIMOVIC, V. y ZECHNER, J. (1987), *Vendor Financing*, University of California at Los Angeles Anderson Graduate School of Management Financing Working Paper, n. 11-87, junio.
- BRESNAHAM, T.F. (1989), "Empirical Studies of industries with market power", in R. Schamlensee and R. Willing (eds.), *Handbook of Industrial Organization*, vol. I, North-Holland, Holland.
 - y SALOP, S.C. (1986), "Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures", *International Journal of Industrial Organization*, n. 4, pp. 155-75.
- BROOKFIELD, D. y MORRIS, R. (1992), "The Market Impact of UK Company News Announcements", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 19, n. 4, pp. 585-602.
- BROUS, A. (1992), "Common Stock Offerings and Earnings Expectations: A Test of the Release of Unfavorable Information", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 4, pp. 1517-36.
- BROWMAN, R. G. (1995), "Information Content of Financial Leverage; An Empirical Study: A Comment", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n. 3, pp. 455-61.
- BROZEN, Y. (1971), "Bain's Concentration and Rates of Return Revisited", *Journal of Law and Economics*, n. 14, pp. 351-69.
- BRYAN, L. L. (1994), "The forces transforming global financial markets", *Bank Management*, marzo/abril, pp. 40-45.
- BUENO CAMPOS, E. (Dir.) (1987), *La empresa española: estructura y resultados*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
 - (1993), *Dirección estratégica de la empresa. Metodología, técnicas y casos*. Pirámide, Madrid.

- MORCILLO, P. y DE PABLO, I. (1989), "Dimensiones competitivas de la empresa española", *Papeles de Economía Española*, n. 39, pp. 37-66.
- y MORCILLO, P. (1990), *La dirección eficiente*, Pirámide, Madrid.
- y RODRIGUEZ ANTON, J. M. (Eds.) (1990), *La banca del futuro*, Banco Hispano Americano-Pirámide, Madrid.

- BUTZ, D (1991), "El papel disciplinario de grandes accionistas minoritarios", *Cuadernos Económicos de ICE*, vol. 49, n. 3, pp. 207-22.

- BUZZELL, R.D. y GALE, B.T. (1987), *The PIMS principles: Linking strategy to performance*, Free Press, Nueva York.

- BYTROS, G. (1978), "Trade Credit and Monetary Policy in a Small open Economy", *Bank of Greece*.
- (1979), "Neoclasical Theory of Trade Credit: A Critique and a Reformulation", *Econométrica*, n. 47, pp. 199-202.

- CABRERO, A.; ESCRIVA, J. L. y SASTRE, M. T. (1992), "Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios", *Estudios Económicos*, Servicio de Estudios, Banco de España, p. 52.

- CALOMIRIS, C. y HUBBARD, G. (1989), "Price Flexibility, Credit Availability, and Economic Fluctuations: Evidence from the United States, 1984-1909", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, n.3, pp. 429-52.

- CAMPBELL, T. (1979), "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 14, n. 5, pp. 913-24.

- CAMPOS ECHEVARRIA, J.L. (1986), *Política monetaria. Crédito comercial y demanda de crédito de las empresas en España. Análisis teórico y empírico del período 1976-1985*, Instituto Español de Analistas de Inversiones, Madrid.

- CAMPOS MÉNDEZ, J. (1995), "Interrelación entre estructura financiera y decisiones reales en el seno de la empresa", *Congreso Nacional de Economía "Economía de los Servicios"*, *Economía Financiera*, Consejo General de Colegios de Economistas de España, Las Palmas, pp. 189-205.

- CANALS, J. (1990), *Estrategias del sector bancario en Europa: el reto de 1993*, Ariel Economía, Barcelona, pp. 15-61.

- CANCELO ALONSO, A. (1985), "Algunos condicionantes de la distribución en España". *Marketing Actualidad*, 161, dic-enero, pp. 33-45.

- CARBO, S. (1994), "Las entidades financieras y la adecuación a los requisitos prudenciales de capital propio", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 132-42.

- CARREE, M. y THURIK, A. (1990), "market Volatility, Entry Barriers and Retail Profit Margins", *Report Econometric Institute*, Erasmus University, Rotterdam.

- CASANI, F. (1993), *Las alianzas estratégicas y los acuerdos de cooperación. Una nueva estructuración de la competencia*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma, Madrid.
- CASARES, J. (1981), *La política de reforma estructural del comercio interior mediante la ayuda a la transformación de la PYME comercial*, Tesis Doctoral, UCM, Madrid.
- y REBOLLO, A. (1992), "Competencia, precios y márgenes comerciales", *Distribución y consumo*, n. 5.
- CASILDA, R. (1986), "La banca española y el impacto de adhesión a la Comunidad Europea", *Boletín del Círculo de Empresarios*, n. 4, pp. 21-44.
- CASTRESANA SANCHEZ, J. (1987), "El comprador español. Hábitos de compra", *Información Comercial Española*, 644, abril, pp. 59-73.
- CAVES, R.E. y PORTER, M. (1977), "From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition", *Quarterly Journal of Economics*, n. 91, pp. 241-62.
- SPENCE, A.H. (1980), *Competition in the Open Economy*, Harvard University Press, Cambridge.
- CEBRIÁN, J. e IGLESIAS-SARRIÁ, C. (1992), "Concentración en el sector bancario español en el período 1980-1991", *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- CHANDLER, A. D. Jr. (1962), *Strategy and Structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT Press, Cambridge. Traducido en 1978.
- (1977), *The visible hand*, Harvard University Press, Cambridge. Traducido en (1987), *La mano visible*, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.
- CHANG, S. J. y CHEN, S. (1991), "Information Effects of Earnings and Dividend Announcements on Common Stock Returns: Are they Interactive?", *Journal of Economics and Business*, vol. 43, n. 2, pp. 179-92.
- CHANG, Y. y THOMAS, H. (1989), "The Impact of Diversification Strategy on Risk-Return Performance", *Strategic Management Journal*, n. 10, pp. 271-84.
- CHEN, A. y KIM, E. (1979), "Theories of Corporate Debt Policy: A Syntesis", *The Journal of Finance*, n. 34, pp. 377-84.
- CHEVALIER, J. (1995), "Capital Structure and Product Market Competition: Empirical Evidence from the Supermarket Industry", *American Economic Review*, n. 85, pp. 415-35.
- CHILD, J. (1988), *Organización. Guía para prolemas y práctica*, CECSA, México.
- (1987), "Information Technology, Organization, and the response to Strategic Challenges", *California Management Review*, vol. 30, n. 1.

- CHULIA, C. (1990), "Los pagarés de empresa y la restricción crediticia", *Boletín Económico del Banco de España*, Jul./Ago., pp. 31-36.
- (1991), "El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera", *Boletín Económico del Banco de España*, Feb., pp. 47-58.
- (1992), "Desarrollo reciente del crédito interempresarial en España", *Boletín Económico del Banco de España*, Sept., pp. 39-48.
- CLARKE, Rosemary (1984), "Profit Margins and Market Concentration in UK Manufacturing Industry: 1970-1976", *Applied Economics*, n. 16, pp. 57-71.
- COASE, R.H. (1937), "The nature of the Firm", *Economica N.S.*, n. 4, pp. 386-405.
- COATES (1967), "Trade credit and monetary policy", *Oxford Economics Paper*.
- COLLINS, D (1991), *Corpotare strategy: A research agenda*, Harvard Business School, Boston.
- COMISARIADO GENERAL DEL PLAN FRANCES (1979), *Credit Interentreprises*, Commisariat General du Plan. La Documentation Française, París.
- COMISION DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1994), *Comunicación relativa a la realización de un Programa integrado en favor de las PYME y del artesanado*, COM(94) 207 final, Bruselas 3/6/1994.
- (1995), *Recomendación de la Comisión de 12 de mayo de 1995 relativa a los plazos de pago en las transacciones comerciales*, Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DO), n. C 144, pp. 3-12, 10/6/1995.
- (1995), *Comunicación relativa a la Recomendación de la Comisión de 12 de mayo de 1995 relativa a los plazos de pago en las transacciones comerciales*, DO, n. L 127, pp. 19-22, 10/6/1995.
- COMMENT, R. y JARRELL, G. (1995), "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 1, pp. 67-87.
- CONSTITUCIÓN ESPAÑOLA DE 1978, Cívitas, Madrid.
- COOL, K. y SCHENDEL, D. (1988), "Performance differences among strategic group members", *Strategic Management Journal*, vol. 9, n. 3, pp. 207-24.
- COOPERS & LYBRAND (1994), *El Libro Blanco de las Estrategias del Comercio Español*, Idelco, Madrid.
- CORBETT, J. (1987), "International Perspectives on Financing: Evidence from Japan", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, n. 4, pp. 30-55.
- CORNETT, M y TRAVLOS, N. (1989), "Information Effects Associated with Debt-for-Equity and Debt-for-Debt Exchange Offers", *The Journal of Finance*, vol. 44, n. 2, pp. 451-68.

- CRAMER, J.S. (1991), *The logit model for economists*, Edward Arnold, Londres.
- CRUZ, I.; ALONSO; MUGICA y MARTEN (1984), "Un análisis comparativo del comportamiento del consumidor: Resultados en diversas áreas geográficas", *Estudios sobre el Consumo*, n. 2, sept., pp. 27-35.
- CRUZ ROCHE, I (1986), "Distribución comercial en Europa", *Distribución Actualidad*, n. 132, oct., pp. 122-35.
- (1994), "Aplazamientos de pago excesivos por las empresas de distribución", *Documento inédito*, Madrid, febrero.
 - (1995), "Promociones en precios y ventas a pérdida", *Información Comercial Española*, n. 739, pp. 110-116.
 - y MEDINA, O. (1995), "Regulación de horarios de apertura: implicaciones económicas", *Información Comercial Española*, n. 739, pp. 81-92.
- CUARTAS, J. (1992), *Biografía de El Corte Inglés*, Libros Límite, Barcelona.
- CUBBIN, J. y GEROSKI, P (1987), "The Convergence of profits in the long run: inter-firm and inter-industry comparisons", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 35, n. 4, pp. 427-42.
- CUERVO, A. (1979), "Estudio sobre los objetivos de la empresa", en *Lecturas de Introducción a la Empresa*, Pirámide, Madrid, pp. 143-78.
- (1989), "Bases para el diseño organizativo de la empresa", *Papeles de Economía Española*, n. 3, pp. 88-115.
 - (1991), "Las Corporaciones Industriales y Financieras", *Revista de Economía*, n. 9, pp. 24-32.
 - (1994,a), "El papel de la empresa en la competitividad", *Papeles de Economía Española*, n. 56, pp. 363-78.
 - (1994,b), *Análisis y planificación financiera de la empresa*, Pirámide, Madrid.
 - (1995), "Las empresas públicas españolas: re-regulación y privatización", *Cuadernos de Información Económica*, 97/98, abril/mayo, pp. 17-29.
 - RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO, J.A. y CALVO, A. (1995), *Manual de Sistema Financiero Español*, 7º ed., Ariel Economía, Barcelona.
- CURRY, B. y GEORGE, K.D. (1983), "Industrial concentration: a survey", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 31, n. 3, pp. 203-56.
- CYERT, R.M. y MARCH, J.G. (1963), *A Behavioural Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- DANN, L. (1981), "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, n. 9, pp. 113-38.
- y MIKKELSON, W. (1984), "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing Related Information", *Journal of Financial Economics*, n. 13, pp. 157-86.
- DAVIS, E. P. (1991), "The development of pension funds-an international comparison", *Bank of England Quarterly Bulletin*, agosto, pp. 380-90.

- DAVIS, P.S.; ROBINSOM, R.B. PEARCE II, J.A. y KO PARK, S. (1992), "Business unit relatedness and performance: a look at the pulp and the paper industry", *Strategic Management Journal*, n. 13, pp. 349-61.
- DAWSON, J.R. (1982), *Commercial Distribution in Europe*, Croom Helm, London.
- (1994), "Europe Through The 1990s", Conferencia impartida en el *Seminario sobre Dirección Estratégica de la Distribución Comercial*, ESADE, Barcelona.
- DAY, G.S. y MONTGOMERY, D.B. (1983), "Diagnosing the Experience Curve", *Journal of Marketing*, n. 47, pp. 44-58.
- DE HAAN, J. y STURM, J. E. (1992), "The case for central bank independence", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 182, pp. 305-27.
- DE LA VEGA, S. (1995), *Modelos probabilísticos de elección*, Colección Cuadernos Metodológicos N. 12, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid.
- DEMARIS, A. (1992), *Logit modeling. Practical applications. Series*, Series: Quantitative Applications in the Social Sciences n. 86, Sage University Paper, Newbury Park.
- DEMSETZ, H. (1982), "Barriers to entry", *American Economic Review*, n. 72, pp. 47-57.
- (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.2, pp. 375-90.
- y LEHN, K. (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, n. 93, pp. 1155-77.
- DEPARTAMENTO DE COMERCIO, CONSUMO Y TURISMO PAIS VASCO (1993), *Características estructurales del comercio minorista en el País Vasco 1993*, Servicios Gráficos Luz, S.A., País Vasco.
- (1994), *Informe Anual del Sector de la Distribución del País Vasco 1993*, Servicios Gráficos Luz, S.A., País Vasco.
- (1995), *Los hábitos de compra y el comportamiento del consumidor vasco 1994/1995*, Servicios Gráficos Luz, S.A., País Vasco.
- DHRYMES, P. y KURZ, M (1967), "Investment, Dividend and External Finance Behaviour of Firms", *Determinants of Investment Behaviour*, NBER, Robert Ferber (Ed.), National Bureau of Economic Research, Nueva York.
- DIETSCH, M (1986), "Le credit interentreprises", *INSEE*, París.
- DIXIT, A. (1982), "Recent Developments in Oligopoly Theory", *American Economic Association, Papers and Proceedings*, vol. 72, n. 2, May, pp. 12-17.

- DOLADO, J. J. (1982), "Procedimientos de búsqueda de especificación dinámica: el caso de la demanda de M3 en España", *Estudios Económicos*, Banco de España, p. 24.
- (1985), "La estabilidad de la Demanda de Dinero en España (1974-1984)", *Boletín Económico* del Banco de España, sept., pp. 13-21.
 - (1988), "Innovación financiera, Inflación y Estabilidad de la Demanda de ALP en España", *Boletín Económico* del Banco de España, abril, pp. 19-35.
 - y ESCRIVA, J. L. (1991), "La Demanda de Dinero en España: Definiciones Amplias de Liquidez", *Documento de Trabajo*, n. 9107, Banco de España, Servicio de Estudios.
- DOMENCICH, T. y MCFADDEN, D. (1975), *Urban travel demand: A behavioral analysis*, North-Holland, Amsterdam.
- DONALDSON, G. (1963), "Financial Goals: Management vs. Stockholder", *Harvard Business Review*, may-June, pp. 120-23.
- DUBERLE y MONCHOTTE (1973), "Le Comportement des entreprises en periode d'encadrement du credit", *Revue Economique*.
- DUCA, J. D. y WHITESELL, W. C. (1995), "Credit Cards and Money Demand: A Cross-sectional Study", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27, n. 2, pp. 604-23.
- DURAND, D. (1952), "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, Nueva York, pp. 215-47.
- DURAN, J. J. (1986), "La desintermediación financiera de las empresas multinacionales", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, Ene, pp. 63-78.
- (1988), "Banca multinacional e internacionalización de la banca en España", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, Sept., pp. 45-70.
 - (1992), *Economía y Dirección Financiera de la Empresa*, Pirámide, Madrid.
- EADES, K. (1982), "Empirical Evidence on Dividends as Signal of Firm Value", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 17, n. 4, pp. 471-500.
- HESS, P. y KIM, E. (1984), "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period", *Journal of Financial Economics*, n. 13, pp. 3-34.
 - HESS, P. y KIM, E. (1985), "Market Rationality and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics*, n. 14, pp. 581-604.
- EASTERBROOK, F. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, vol. 74, n. 4, pp. 650-59.
- ECKARD, E.W. (1992), "Cost competition: new evidence on an old issue", *Applied Economics*, n. 24, pp. 1241-50.
- (1995), "A note on the profit-concentration relation", *Applied Economics*, n. 27, pp. 219-23.

- ECKBO, B. (1986), "Valuation Effects of Corporate Offerings", *Journal of Financial Economics*, n. 15, pp. 119-51.
- EDMISTER, R. (1972), "An Empirical Test of Financial ratio Analysis for Small Business Failure Prediction", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7, marzo.
- EFFRON, B. (1978), "Regression and ANOVA with Zero-One Data: Measures of Residual Variation", *Journal of the American Statistical Association*, may, pp. 113-21.
- EIJFFINGER, S. y SCHALING, E. (1992), "Central bank independence: Criteria and indices", *Research Memorandum*, Tilburg University, p. 548.
- ELTON, E. y GRUBER, M. (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates and The Clientele Effect", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 52, n. 1, pp. 68-74.
- ESCRIVA, J. L. (1993), "Consideraciones sobre el diseño de la política monetaria en España", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 45-49.
- y MALO, J. L. (1991), "La instrumentalización de la política monetaria española en el marco de la integración europea", *Documento de Trabajo*, n. 9104, Banco de España.
- ESPITIA, M. y RUIZ, F.J. (1995), "El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, n. 82, pp. 201-20.
- ESTRADA, A. y VALLES, J. (1995), "Inversión y Financiación Empresarial en España", *Ekonomiaz*, n. 30, tercer cuatrimestre, pp. 110-23.
- EUROSTAT (1994), *El Comercio al por menor en el Mercado Unico Europeo*, Mundi-Prensa, Madrid.
- FAMA, E. (1978), "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on Welfare of its Security Holders", *American Economic Review*, vol. 68, n. 3, pp. 272-84.
- y BABIAK, H. (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, n. 63, diciembre, pp. 932-61.
- y JENSEN, M. (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, n. 26, pp. 327-49.
- FANJUL, E.; FERNANDEZ, D y RODRIGUEZ, G. (1977), "La política monetaria en España: Objetivos e instrumentos", *Servicio de Estudios del Banco de España*, Serie A, 10, pp. 7-8.
- FARRELL, J. y SHAPIRO, C. (1990;), "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis", *American Economic Review*, vol. 80, n. 1, pp. 107-26.

- FAULI-OLLER, R. y GIRALT, M. (1995), "Competition and Cooperation within a multidivisional firm", *Journal of Industrial Economics*, vol. 43, n. 1, pp. 77-99.
- FEDERACIÓN DE CAJAS DE AHORROS VASCO-NAVARRAS (1992), *Distribución Alimentaria Minorista*, Informes Sectoriales de la C.A.P.V., Marzo, n. 26.
- FEDERAL RESERVE OF KANSAS BULLETIN (1957), *Trade credit a factor in the rationing of Capital*, nov.
- FERNANDEZ, A. I. (1990), "Nota preliminar" en *La banca española de los noventa*, Economistas libros, Madrid, pp. 15-17.
 - (1992), "Inversiones y recursos circulantes de la empresa española en el período 1982-1989", *Revista de Economía del ICE*, n. 701, pp. 91-100.
 - y GARCIA OLALLA, M. (1991), "Análisis del comportamiento económico-financiero de los sectores empresariales en España", *Esic Market*, abril-junio, pp. 295-310.
 - (1994) (ed.): *Introducción a las Finanzas*, Cívitas, Madrid.
- FERNANDEZ, E. (1993), *Alianzas estratégicas*, Instituto de Fomento Regional, Oviedo.
- FERNANDEZ, T. R. (1993), "Notas sobre el Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 41-44.
- FERNANDEZ, Z. (1991), *Los grupos de empresas: Organización y gestión*, Ponencia Presentada en VI CONGRESO AECA, Vigo, 2-5 octubre.
- FERNANDEZ PIRLA, J. M. (1972), *Economía y gestión de la empresa*, Ediciones ICE, Madrid.
- FG, Sociedad de Valores y Bolsa (1995), *El sector de hipermercados en España y la nueva Ley de Comercio*, octubre 1995.
- FIEDLER, E. (1971), "Credit Risk and Experience", *National Bureau of Economic Research*.
- FLATH, D. y KNOEBER, C. (1980), "Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test", *The Journal of Finance*, n. 35, pp. 99-107.
- FORD, J. J.; PENG, W. S. y MULLINEUX, W. (1992), "Financial Innovation and Divisia Monetary Aggregates", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 54, n. 1, pp. 87-102.
- FRANCO, A. (1991), "Nuevos riesgos en las entidades de crédito", *Papeles de Economía Española*, n. 49, pp. 219-20.
- FREIXAS, X. y VALERO, F. J. (1993), "Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 42, pp. 77-86.

- FREIXAS, X (1991), "Equilibrio y razonamiento en el mercado de crédito", *Cuadernos Económicos del ICE*, n. 19, pp. 223-35.
- FRIEND, I. y LANG, L. (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 43, n. 2, pp. 271-81.
- FUENTES QUINTANA, E. y ALCAIDE, J. (1995), "Los males de la inflación y el déficit público de la economía española", *Cuadernos de Información Económica*, n. 100, pp. 3-20.
- GALAI, D y MASULIS, R.W. (1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stocks", *Journal of Financial Economics*, n. 3, pp. 53-81.
- GALBRAITH, J. R. (1974), *El nuevo estado industrial*, Ariel, Barcelona.
 - y KAZANJIAN, R. K. (1986), *Strategy Implementation, Structure System and Process*, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
 - y NATHANSON, D.A. (1978), *Strategy Implementation: The Role of Structure and Process*, West, San Francisco.
- GALE, B.T. y BRANCH, B.S. (1982), "Concentration versus market share: which determines performance and why does it matter?", *Antitrust Bulletin*, n. 27, pp. 83-105.
- GALVE, C. (1992), *Propiedad, Control y Resultados de la Empresa Española*, Tesis doctoral, Universidad de Zaragoza.
 - y SALAS, V. (1993), "Propiedad y Resultados de la Gran Empresa Española", *Investigaciones Económicas*, vol. 27, n. 2, pp. 207-38.
 - y SALAS, V. (1994), "Análisis de la Estructura Accionarial de la Gran Empresa", *Revista de Economía Aplicada*, vol. 2, n. 4, pp. 75-101.
- GARCIA, V. y CISNEROS, A.J. (1994), "Financiación de proveedores versus pago al contado", *Actualidad Financiera*, n. 47, pp. 675-70.
- GARCIA DE PASO, J. I. (1993), "Teoría y evidencia recientes sobre la independencia de la banca central", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 37-40.
- GARCIA FALCON, J.M. y RODRIGUEZ DIAZ, M. (1995), "Implicaciones del desarrollo de centros comerciales e hipermercados", *Papeles de Economía Española. Economía de las Comunidades Autónomas*, n. 15, pp. 222-30.
- GARCIA-VAQUERO, V (1991), "Los fondos de inversión en España", *Boletín Económico*, Banco de España, dic., pp. 35-50.
 - y MAZA, L. A. (1994), "Evolución y perspectivas de los fondos de inversión: 1991-1993", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo, pp. 15-29.
- GEROSKI, P. (1981), "Specification and Testing the Profits-Concentration Relationship: Some Experiments for the UK", *Economica*, n. 48, pp. 279-88.

- GERTNER, R; GIBBONS, R y SCHARFTEIN, D. (1988), "Simultaneous Signaling to the Capital and Product Markets", *Rand Journal of Economics*, n. 19, pp. 173-90.
- GETE-ALONSO, M.C. (1990), *El pago mediante tarjetas de crédito*, La Ley, Madrid.
- GHEMAWAT, P. (1991), *Commitment*, The Free Press, Nueva York.
- (1990), *Wal-Mart Stores Discount Operations*, Harvard Business School, Harvard.
- GIL, G. (1991), "Política monetaria: presente y futuro", *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n. 33, pp. 49-63.
- GILSON, S.; JOHN, K. y LANG, L. (1990), "Troubled Debt Restructurings", *Journal of Financial Economics*, n. 27, pp. 315-53.
- GONZALEZ, F. y MENENDEZ, S. (1993), "Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa", Comunicación del VII Congreso de AEDEM.
- GONZALEZ, L.; SANCHEZ, A. y TAGUAS, D. (1995), "La influencia del cambio de base del IPC en la medición y análisis de la inflación", *Información Comercial Española*, n. 739, pp. 143-64.
- GOLDBERG, V. (1994), "Intercambio relacional: economía y contratos complejos", en Putterman, L. (Ed) *La naturaleza económica de la empresa*, Alianza Economía, Madrid, pp. 111-18.
- GOOLD, M. y CAMPBELL, M. (1987), *Strategy and Style*, John Wiley, Londres.
- GRANDJEAN, G. (1979), "Aspects Internationaux du Credit Inter-entreprises", *Analyse Financiere*, Primer Trimestre, pp. 13-15.
- GRANT, R. M. (1991), *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques and Applications*, Blackwell Publishers, Cambridge, Massachusetts.
- GREENE, W.H. (1993), *Econometric Analysis*, Macmillan Publishing Company, New York, pp. 635-79.
- GRILLI, V; MASCIANDARO, D. y TABELLINI, G. (1991), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", *Economic Policy*, n. 13, pp. 341-92.
- GUAL, J. (1994), *La racionalización del sector bancario en España*, Fundación BBV, Bilbao.
- y VIVES, X. (1991), *Ensayos sobre el sector bancario español*, FEDEA, Madrid.

- GUERARD, J. y VAUGHT, M. (1989), "Interdependencies of Financial Decisions: A Strategic Planning Model", *The Handbook of Financial Modeling*, Chicago, pp. 167-90.
- GUILLEN, M.F. (1992), *Análisis de regresión múltiple*, Colección Cuadernos Metodológicos n. 4, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid.
- GUTENBERG, E. (1964), *Economía de la Empresa*, Deusto, Bilbao.
- GUTIERREZ, F. y CHULIÁ, C. (1988), "La innovación financiera y las operaciones del sistema bancario", *Boletín Económico*, Banco de España, nov., pp. 21-22.
- HAKANSSON, N. H. (1982), "To Pay and Not Pay Dividend", *Journal of Finance*, n. 37, pp. 413-28.
- HALL, W.K. (1980), "Survival strategies in a hostile environment", *Harvard Business Review*, vol. 58, n. 5, pp. 75-85.
- HAMADA, R. (1969), "Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporation Finance", *The Journal of Finance*, vol. 24, n. 1, pp. 13-31.
- HANNAH, L. y KAY, J.A. (1977), *Concentration in Modern Industry*, Macmillan, London.
- HARRIGAN, K. R. (1983), "The Model of Vertical Integration Strategy: The Conceptual Framework. En K.R. Harrigan", cap. 2 en *Strategies for vertical integration*, pp. 15-52.
- HARRIS, J.; ROENFELDT, R. y COOLEY, P. (1983), "Evidence of Financial Leverage Clientes", *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 4, pp. 1125-32.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, n. 46, pp. 297-355.
- HASEN, G.S. y WERNERFELT, B. (1989), "Determinants of firm performance : The relative importance of economic and organizational factors", *Strategic Management Journal*, n. 10, pp. 399-411.
- HAUGEN, R. A. y SENBET, L. W. (1978), "The Insignificance of Bankruptcy Cost to the Theory of Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance*, mayo, pp. 383-93.
- HAX, A. C. y MAJLUF, N. S. (1984), *Strategic Management: An Integrative Perspective*. Prentice-Hall International, Englewood , N. J.
- (1991), *The Strategy Concept and Process*, Prentice-Hall International, Englewood , N. J.
- HEALY, P.M.; PALEPU, K.G. y RUBACK, R.S. (1992), "Does Corporate Performance Improve after Mergers?", *Journal of Financial Economics*, n. 31, pp. 135-75.

- HELFERT, E.A. (1967), *Techniques of Financial Analysis*, Irving.
- HELLEWIG, M. (1991), "Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance", en A. Giovannini y C. Mayer (Eds) *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HERFINDAHL, O.C. (1950), *Concentration in the U.S. Steel Industry*, Doctoral dissertation, Columbia University.
- HERNANDO, I. (1995), "Política monetaria y estructura financiera de las empresas", *Documento de Trabajo*, n. 9.520, Banco de España, Servicio de Estudios.
- y VALLES, J. (1992), "Inversión y restricciones financieras", *Moneda y crédito*, n. 195, pp. 185-222.
- HIGGINS, R.C. y SCHALL, L.D. (1975), "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, n. 30, pp. 93-114.
- HILL, C. W. (1988), "Differentiation versus low cost or differentiation and low cost: A contingency framework", *Academy of Management Review*, vol. 13, n. 3, pp. 401-12.
- y JONES G. R. (1992), *Strategic Management Theory, An Integrate Approach*, Houghtun Mifflin Co., Boston.
- HILL, C. y SHELL, S (1988), "External control, corporate strategy and firm performance in research-intensive industries", *Strategic Management Journal*, n. 9, pp. 577-90.
- HIRSCHMAN, A.O.(1945), *National Power and the Structure of Foreign Trade*, Berkeley.
- (1964), "The paternity of an index", *The American Economic Review*, n. 54, pp. 761-762.
- HOFER, C. W. y SCHENDEL, D. (1978), *Strategy Formulation: Analytical Concepts*, West Publishing Co., St, Paul, Minn.
- HOLTERMANN, S.E. (1973), "Market Structure and Economics Performance in UK Manufacturing Industry", *Journal of Industrial Economics*, n. 27, pp. 359-69.
- HOLMSTRÖM, B. (1979), "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n. 1, pp. 74-91.
- y TIROLE, J. (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, vol. 101, n. 4, agosto, pp. 678-709.
- HOMONOF, R. y WILEY, D. (1975), *Cash Management*, Lexington Books.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN, D. (1990), "The role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, n. 27.

- (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, Febrero, pp. 33-60.
- HOSKISSON, R. E. y HITT M. A. (1990), "Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives", *Journal of Management*, vol. 16, n. 2, pp. 461-509.
- HUBBARD (ed) (1990), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.
- HUERGO, E. (1992), "Tamaño y rentabilidad en la industria española", *Economía Industrial*, n. 284, pp. 41-49.
- IBD BOOK'S (1993, 1994 y 1995), *Anuario Financiero de la Distribución*, Barcelona.
- IRESO (1977), *Nuevas formas de comercio en España*, Iresco, Madrid.
- JALILVAND, A. y HARRIS, R. S. (1984), "Corporate Behavior in Adjusting Capital Structure and Dividend Policy: An Econometric Study", *Journal of Finance*, n. 39, pp. 127-45.
- JANÉ, J (1985), "Cambios recientes en el negocio bancario", *Intermoney*, XII Jornadas de Mercado Monetario, 24/5/1985, ejemplar mecanografiado, pp. 1-13.
- (1989), "Cambios en el sistema financiero", *Revista de Economía*, n. 1, pp.43-46.
- JARILLO, J. C. (1989), *Dirección Estratégica*, McGraw Hill, Madrid.
- JENSEN, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, vol. 76, n. 2, pp. 323-29.
- (1990), "Las ofertas públicas de compras: La senda hacia la eficacia de las grandes sociedades", *Harvard-Deusto Business Review*, tercer trimestre, pp. 71-92.
- y MECKLING, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economy*, vol. 3, n. 4, pp. 305-60.
- y MECKLING, W.H. (1979), "Rights and Production Function: An Application to Labour-Managed Firms and Co-determination", *Journal of Business*, n. 52.
- JOHN, K. (1987), "Risk-Shifting Incentives and Signalling Through Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 3, pp. 623-41.
- y LANG, L. (1991), "Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 4, pp. 1361-89.
- y MISHRA, B. (1990), "Information Content of Insider Trading Around Corporate Announcements. The Case of Capital Expenditures", *The Journal of Finance*, vol. 45, n. 3, pp. 835-55.

- y NACHMAN, D. (1985), "Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in a Sequential Equilibrium", *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 3, pp. 863-79.
 - y WILLIAMS, J. (1985), "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 4, pp. 1053-70.
- JOHNSON, G. y SCHOLLES, K. (1993), *Exploring Corporate Strategy. Text and cases*, (tercera edición), Prentice Hall International, Londres.
- JUNK, P. (1964), "Monetary Policy and the Extension of Trade Credit", *Southern Economic Journal*, n. 20.
- JURAN, J.M. (1993), "Made in U.S.A.: A Renaissance in Quality", *Harvard Business Review*, julio-agosto, pp. 42-50.
- KALAY, A. (1980), "Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, n. 4, pp. 855-65.
- (1982), "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect", *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 4, pp. 1059-70.
- y SHIMRAT, A. (1987), "Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information", *Journal of Financial Economics*, n. 19, pp. 109-26.
- KAMIEN, M.I.; MULLER, E. y ZANG, I. (1992), "Research Joint Ventures and R&D Cartels", *American Economic Review*, n. 82, pp. 1293-306.
- KANE, A.; LEE, Y. y MARCUS, A. (1984), "Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 4, pp. 1091-99.
- KAPLAN, S.N. y WEISBACH, M.S. (1992), "The Success of Acquisitions: Evidence from Objectives", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 1, pp. 107-38.
- KAUFMAN, G. y LARRY, M. (1994), "Is banking a declining industry? A historical perspective", *Federal Reserve Bank of Chicago Economics Perspective*, mayo/junio.
- KELTON, C.M.L. y WEISS, L.W. (1989), "Change in concentration, change in cost, change in demand, and change in price", en L.W. WEISS (ed) *Concentration and Price*, MIT Press, Cambridge MA, pp. 41-66.
- KERIN, R.A.; VARADARAJAN, P.R. y PETERSON, R.A. (1992), "First-Mover Advantage: A Synthesis, Conceptual Framework, and Research Propositions", *Journal of Marketing*, n. 56, October, pp. 33-52.
- KESTER, C. (1991), *Japanese takeovers*, Harvard Business School Press, Boston.
- KIM E. (1978), "A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Debt Capacity", *The Journal of Finance*, marzo, pp. 45-63.

- CHEN, K. y NANCE, J. (1992), "Information content of Financial Leverage: An Empirical Study", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 19, n. 1, pp. 133-53.
- LEWELLWEN, W. y McCONNELL, J. (1979), "Financial Leverage Clienteles: Theory and Evidence", *Journal of Financial Economics*, n. 7, pp. 83-109.
- KING, R. R. (1995), "An Experimental Investigation of Transaction Costs", *Journal of Economic Behavior and Organization*, n. 35, pp. 391-409.
- KLEIN, B.; CRAWFORD, R.A. y ALCHIAN, A.A. (1978), "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, vol. 21, n. 2, pp. 297-326.
- KOROBOW, L. y STUHR, D. R. (1985), "Performance measurement of early warning models. Comments on West and other weakness/failure prediction models", *Journal of Banking and Finance*, vol. 9, n. 2, pp. 267-73.
- KOSKELA, E. (1979), *Trade Credits. Credit Rationing and the short run effectiveness of monetary policy*, junio, University of Helsinki, Finlandia.
- KOTHARI, S. Y SHANKEN, J. (1992), "Stock Return Variation and Expected Dividends", *Journal of Financial Economics*, n. 31, pp. 177-210.
- KOVENOCK, D. y PHILLIPS, G. (1995), "Capital Structure and Product-Market Rivalry: How Do We Reconcile Theory and Evidence?", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, n. 85, pp. 403-8.
- KRAUS, A. y LITZENBERGER, R. (1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance*, vol. 28, n. 4, pp. 911-22.
- LACOURT, D. (1979), "Le Cout du Refinancement au Credit Inter-enterprises", *Analyse Financiere*, Primer Trimestre, pp. 24-26.
- LAFFER, A. (1970), "Trade Credit and Money Market", *Journal of Politica Economy*, vol. 78, n. 2.
- (1981), "A Transactions Theory of Trade Credit Use", *Quartely Journal of Economics*, mayo, pp. 243-70.
- LAKONISHOK, J. y VERMAELEN, T. (1986), "Tax-Induced Trading Around Ex-Dividend Days", *Journal of Financial Economics*, n. 16, pp. 287-319.
- LANDERMAN, E. (1993), "Banks and mutual funds", *Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter*, dic., p. 17.
- LANG, L.H.P. y LITZENBERGER, R. (1989), "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, n. 24, pp. 181-91.

- LANG, L.H.P. y STULZ, R.M. (1992), "Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements", *Journal of Financial Economics*, n. 32, pp. 45-60.
- (1994), "Tobin's q , Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, vol. 102, n. 6, pp. 1248-80.
- y POULSEN, A. (1995), "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion", *Journal of Financial Economics*, n. 37, pp. 3-37.
- LAUENSTEIN, M. C. (1985), "SMR Forum: Diversification: The Hidden Explanation of Success", *Sloan Management Review*, pp. 49-55.
- LE MOULLAC, D. y VEGA, M. (1994), "Les banques et les fonds de pension", *Banque Stratégie*, n. 105, pp. 30-36.
- LEECH, D. y LEAHY, J. (1991), "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", *The Economic Journal*, n. 101, Nov., pp. 1418-37.
- LEI, D. y SLOCUM, J.W. (1992), "Global Strategy, Competence-Building and Strategic Alliances", *California Management Review*, vol. 35, n. 1.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, n. 32, pp. 371-88.
- LERENA, L. A. (1982), "Los cambios en el proceso de intermediación financiera". *Situación*, n. 4, p. 14.
- (1985, a), "La adecuación de las instituciones bancarias a las nuevas necesidades", *Economistas*, n. 14.
- (1985, b), "El mundo financiero: ¿caos o confusión ordenada?", *Economistas*, n. 17, p. 58.
- (1991), "La política monetaria española en el SME", *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n. 33, pp. 64-67.
- (1993), "Las reestructuraciones bancarias. Una perspectiva microeconómica", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 57-76.
- LEVY, H. y SARNAT, M. (1970), "Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers", *The Journal of Finance*, vol. 25, n. 4, pp. 795-802.
- LEWELLEN, W. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *Journal of Finance*, vol. 26, n. 2, pp. 521-37.
- LINTNER, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, vol. 46, n. 2, pp. 97-113.
- LODERER, C. y MAUER, C. (1992), "Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Empirical Investigation", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 1, pp. 201-25.

- LODERER, C.; SHEEHAN, D. y KADLEC, B. (1991), "The Pricing of Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, n. 29, pp. 35-57.
- LORANGE, P. (1982), *Implementation of Strategic Planning*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs, N. J.
- LOWENSTEIN, L. (1991), "Why managers should (and should not) have respect for their shareholders", *Journal of Corporation Law*, n. 17, pp. 1-27.
- LUBATKIN, M. y O'NEILL, H.M. (1987), "Mergers Strategies and Capital Market Risk". *Academy of Management Journal*, vol. 30, n. 4, pp. 665-84.
- LYONS, B. (1988), "Barriers to Entry", en S. Davies y B. Lyons con H. Dixon y P. Geroski (eds.) *Economics in Industrial Organisation*, Surveys in Economics, cap. 2, Longman, Harlow.
- MADDALA, G.S. (1992), *Introduction to Econometrics*, MacMillan Publishing Company, New York.
- MACK, Ph. y SCHOENBECK, M. (1993), "Recent trends in the mutual fund industry", *Federal Reserve Bulletin*, nov., pp. 1001-12.
- MACKIE-MASON, J. (1988), "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions", NBER Working Paper, N. 2632.
- MALAGELADA, J. y SALVAT, J.L. (1994), "Estructuras y dimensiones empresariales", *IV Congreso Nacional ACEDE*, septiembre, Barcelona.
- MANAKYAN, H. y CARROLL, C. (1990), "An Empirical Examination of the Existence of a Signalling Value Function for Dividends", *Journal of Financial Research*, vol. 13, n. 3, pp. 201-10.
- MAROTO, J.A. (1989), "Evolución de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)", *Papeles de Economía Española*, n. 39, pp. 376-96.
- (1993), "Las teorías de las decisiones financieras empresariales: antecedentes y evolución", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. extra, pp. 13-26.
 - (1993), "Sistema financiero español: Una taxonomía basada en las instituciones financieras", *Papeles de Economía Española*, n. 54.
 - (1994), El proceso de concentración de Bancos y Cajas de Ahorros, *Papeles de Economía Española*, n. 58, pp. 88-104.
 - (1995), "El proceso de concentración de las entidades de depósito en Andalucía", *Boletín Económico de Andalucía*, n. 19, pp. 95-130.
 - (1995), "Ahorro, sistema financiero y sistema real: una visión práctica", en (ed) *El papel del Ahorro e Inversión en el Desarrollo Económico*, Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, Vitoria, pp. 224-233.
 - (1996), "La estructura económico-financiera de las PYME españolas y sus fuentes de financiación", Informe del IMPI, 1995.
- MARRIS, R. (1965), *The Economic Theory of Management Capitalism*, MacMillan, London.

- (1963), "A Model of the Managerial Enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, May, pp. 185-210.
- MARSH, P (1982), "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study", *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 1, pp. 121-44.
- MARTIN PLIEGO, F.J. (1994), *Introducción a la Estadística Económica y Empresarial*, A.C., Madrid.
- MARTINEZ, M. A. (1995), "Las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador del ahorro: los fondos de inversión", en (ed) *El papel del Ahorro e Inversión en el Desarrollo Económico*, Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, Vitoria.
- MASULIS, R. (1980), "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers", *Journal of Financial Economics*, n. 8, pp. 305-19.
- (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *The Journal of Finance*, march, pp. 107-27.
- y KORWARD, A. (1986), "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics*, n. 15, pp. 91-118.
- MATO, G. (1990), "Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales", *Economía Industrial*, n. 272, pp. 107-14.
- (1990b), "Un análisis econométrico de la política de endeudamiento de las empresas con datos de panel", *Investigaciones Económicas*, vol. XIV, pp. 63-83.
- MAUDOS, J. (1994), *El Efecto de las Nuevas Tecnologías en el Sistema Bancario Español: El Cajero Automático*, Tesis Doctoral, Valencia.
- y PASTOR, J.M. (1995), "Prestación de servicios bancarios en las Cajas de Ahorros españolas: Cajeros automáticos versus oficinas", *Documento de Trabajo* WP-EC 95-14, IVIE.
- MAUVERNAY, P. (1979), "Le Credit Inter-entreprises", *Analyse Financiere*, Primer Trimestre, pp. 36-39.
- MAXWELL ESPINOSA (1994), *Directorio de los accionistas*, Unión Editorial. S.A., Madrid.
- MAYER, C. y VIVES, X. (1994), *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV, Bilbao.
- MAZÓN, C. (1992), "Márgenes de Beneficio, Eficiencia y Poder de Mercado en las empresas españolas", *Documento de Trabajo*, n. 9.204, Banco de España, Servicio de Estudios.
- McCABE, G. (1979), "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A new Look", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, marzo, pp. 119-35.

- Mc CONNELL, J. y MUSCARELLA, C. (1985), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, n. 14, pp. 399-422.
- Mc CONNELL, J. y SCHLARBAUM, G. (1981), "Evidence on the Impact of Exchange Offers on Security Prices: the Case of Income Bonds", *Journal of Business*, n. 54, pp. 65-85.
- Mc CONNELL, J. y SERVAES, H. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, n. 27, pp. 595-612.
- McDONALD, J.; JACQUILLAT, B. y NUSSENBAUM, M. (1975), "Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 10, diciembre, pp. 741-55.
- Mc. LEOD (1964), "Some Observations on Trade Credit", *Economic Journal*, n. 74, pp. 729-34.
- MELCON, C. (1994), "Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación", *Boletín Económico del Banco de España*, dic., pp. 27-35.
- MELTZER, A. (1970), "Crédito mercantil. Política monetaria y dimensión de las empresas", en Weston y Wood (eds.), *Teoría de la Financiación de la Empresa*, Gustavo Gili, Barcelona, pp. 510-25.
- MENDEZ, J. L. y REBOLLO, A. (1995), "Precios minoristas y política comercial de las empresas", *Información Comercial Española*, n. 739, pp. 71-80.
- MENENDEZ, S. (1993), *Relevancia e interdependencia de las decisiones financieras de la empresa ante problemas de agencia e información asimétrica*, Tesis doctoral, Oviedo.
- (1995), "La decisión de endeudamiento ante la existencia de información asimétrica", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, n. 82, pp. 81-102.
- MENGUZZATO, M. y RENAU J. (1991), *La dirección estratégica de la empresa. Un enfoque innovador del management*, Ariel Economía, Barcelona.
- MIAN, S. L. y SMITH, C. W. Jr. (1992), "Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, vol. 47, n. 1, marzo, pp. 169-200.
- MERRY DE VAL, A. (1995), "Las reformas estructurales del comercio: un paso atrás", *Círculo de Empresarios*, segundo semestre 1995.
- MIGUEL, A. de (1990), *Las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la empresa*, Secretariado de publicaciones Universidad de Valladolid.

- y PINTADO, J. (1995), "Propuesta de un orden de prioridad en la financiación del circulante y evidencia empírica", *Análisis Financiero*, pp. 80-88.
- MIKKELSON, W. (1981), "Convertible Calls and Security Returns", *Journal of Financial Economics*, n. 9, pp.237-64.
- PARTCH, M. (1986), "Valuation Effects of Security Offerings and the Issurance Process", *Journal of Financial Economics*, n. 15, pp. 31-60.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1992), *Economics Organization and Management*. Prentice Hall International, Englewood Cliffs, N. J. Traducido en 1993, *Organización y gestión de empresa*, Ariel economía, Barcelona.
- MILLER, M. H. (1977), "Debts and Taxes", *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 2, pp. 261-75.
- (1991), "Leverage", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 2, pp. 479-88.
- y ORR, D. (1966), "A Model for the Demand for Money by Firms", *Quarterly Journal of Economics*, agosto.
- y ROCK, K. (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 4, pp. 1031-51.
- MINISTERIO DE COMERCIO Y TURISMO (1995), *Informe sobre el comercio interior y la distribución en España*, Madrid.
- MINTZBERG, H. (1984), *La estructuración de las organizaciones*, Ariel, Barcelona.
- MODIGLIANI, F. (1982), "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation, and Market Valuation", *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 2, pp. 255-56.
- y MILLER, M. H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, vol. 68, n. 3, pp. 262-97.
- MONSEN, R.J. y DOWNS, A. (1965), "A Theory of Large Managerial Firms", *The Journal of Political Economy*, n. 73, pp. 221-36.
- MONTGOMERY, C.A. y WERNERFELT, B. (1988), "Diversification, Ricardian rents, and Tobin's", *Rand Journal of Economics*, n. 19, pp. 623-32.
- MORK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, n. 20, pp. 293-315.
- MOSCHANDREAS, M (1994), *Business Economics*, Routledge, London and New York.
- MUELLER, D. C. (1967), "The Firm Decision Process: An Econometric Investigation", *Quarterly Journal of Economics*, n. 81, pp. 11-42.
- (1990), "The persistence of profits in the United States", en D. C. MUELLER *The Dynamics of Company Profits*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 35-58.

- MYERS, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n. 2, pp. 147-75.
- (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 3, pp. 575-92.
- y MAJLUF, N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, n. 13, pp. 187-221.
- NADIRI, M. I. (1969), "The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total manufacturing sector", *Econometrika*, vol. 37, n. 3.
- NELSON, P. y HILKE, J. (1991), "Retail Featuring as a Strategies Entry or Mobility Barrier in Manufacturing", *International Journal of Industrial Organization*, n. 9.
- NEWMAN, W. (1992), "Launching a Viable Joint Venture", *California Management Review*, vol. 35, n. 1.
- NIELSEN (1989, 1990, 19991, 1992, 1993 y 1994), *Anuario*, Madrid.
- OCAÑA, C. y PEÑA, L.I. (1992), "Fusiones, adquisiciones y separaciones: Teorías y evidencia en España y en EE.UU.", *Cuadernos Económicos de ICE*, n. 52, pp. 161-72.
- OCAÑA, C. y SALAS, V. (1983), "La teoría de la agencia. Aplicación a las empresas públicas españolas", *Cuadernos Económicos de ICE*, n. 22-23, pp. 157-82.
- (1994), "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española", *Documento de Trabajo* n. 9401, Banco de España, Servicio de Estudios.
- OFER, A. y NATARAJAN, A. (1987), "Convertible Call Policies: An Empirical Analysis of an Information-Signalling Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, n. 19, pp. 91-108.
- OFER, A. y THAKOR, A. (1987), "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", *The Journal of Finance*, vol. 42, n. 2, pp. 365-94.
- OHNO, T. (1991), *El sistema de producción de Toyota*, Gestión 2000, Barcelona.
- OPLER, T. y TITMAN, S. (1995), "Financial Distress and Corporate Performance", *Journal of Finance*, vol. XLIX, n. 3, pp. 1015-40.
- ORGLER, Y. E. (1975), *Analitical Methods in Loan Evaluation*, Lexington Books, D. C., Heath and Co., Lexington.
- ORR, D. (1974), "An Index of Entry Barriers and its Application to the Market Structure-Performance Relationship", *Journal of Industrial Economics*, n. 23, pp. 39-50.

- ORTEGA, R. (1990), "La reforma del mercado de valores", *Papeles de Economía Española*, n. 44.
- (1993), "Crónica de doce años de cambio", *Papeles de Economía Española*, n. 54, pp. 2-14.
- (1994), "Sistema financiero español, 1994: Un balance en términos de competitividad", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 17-30
- ORTIN, P. y PRIOR, D. (1993), "¿Por qué nos equivocamos al calcular el período medio de maduración? Algunas consideraciones prácticas", *Actualidad Financiera*, n. 29, pp. 357-82.
- LOUDIN, J. (1979), "Le Credit Inter-enterprises une Realite Mal Connue", *Analyse Financiere*, Primer Trimestre, pp. 31-33.
- PATELL, J. y WOLFSON, M. (1984), "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics*, n. 13, pp. 223-52.
- PENROSE, E.T. (1959), *The theory of the growth of the firm*, Basil Blackwell, Londres. Traducción en 1962, *Teoría del crecimiento de la empresa*, Aguilar, Madrid.
- PEREZ GOROSTEGUI, E. (1989), *Economía de la Empresa (Introducción)*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.
- PEREZ-SERRABONA, J.L. y FERNANDEZ, L.M. (1993), *La tarjeta de crédito*, Comares, Granada.
- PERRY, M. y BESANCO, D. (1991), "Resale Price Maintenance and Manufacturer Competition for Exclusive Dealerships", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 39, n. 5.
- PETERAF, M.A. (1993), "The Cornerstones of Competitive Advantage: a Resource-Based View", *Strategic Management Journal*, vol. 14, n. 3, pp. 179-91.
- PETERSEN, M. A. y RAJAN, R. G. (1995), "The effect of Credit Market Competition on Lending Relationships", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 11, mayo, pp. 407-43.
- PETERSON, P. y BENESH, G. (1983), "A Reexamination of the Empirical Relationship Between Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, n. 4, pp. 439-53.
- PETTIT, R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *The Journal of Finance*, vol. 27, n. 5, pp. 993-1007.
- PHILLIPS, G. (1995), "Increased Debt and Industry Product Market: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, n. 37, pp. 189-238.

- PINEGAR, J. y LEASE, R. (1986), "The Impact of Preferred-for-Common Exchange Offers on Firm Value", *The Journal of Finance*, n. 41, pp. 795-814.
- PINDYCK, R. S. y RUBINFELD, D. L. (1980), *Modelos econométricos*, Labor, Barcelona.
- POLLI, R. (1985), "Los grandes cambios en el entorno bancario", *Instituto de Empresa*, Madrid, pp. 19-34.
- PORTER, M.E. (1980), *Competitive Strategy*, Free Press, Nueva York. Traducido en (1982), *Estrategia competitiva*, CECSA, México.
- (1985), *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press, Nueva York. Traducido en (1987), *Ventaja competitiva: Creación y sostenimiento de una actuación superior*, CECSA, México.
 - (1988), "La competencia en las industrias globales: Un marco conceptual". *Información Comercial Española*, junio, pp. 71-100.
 - (1988), "De las ventajas competitivas a la estrategia empresarial". *Harvard Deusto Business Review*, primer trimestre, pp. 99-121.
 - (1990), *La ventaja competitiva de las naciones*, Plaza & Janés, Barcelona.
 - (1992), *Capital Choices*, Concil of Competitiveness, D. C., Washington.
 - (1993), "El defectuoso sistema de inversiones de capital de EE.UU.", *Harvard Deusto Business Review*, n. 54, pp. 18-39.
 - y FULLER, M.B. (1988), "Coaliciones y estrategia global", *Información Comercial Española*, junio, pp. 101-20.
- POTERBA, J. y SUMMERS, L. (1984), "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 5, pp. 1397-415.
- POTEVIN, M. (1990), "Strategic Financial Signalling", *International Journal of Industrial Organization*, n. 8, pp. 499-518.
- POUND, J (1992), "Beyond takeovers: Politics comes to corporate control", *Harvard Business Review*, n. 70, pp. 83-93.
- POVEDA, R. (1990), "La desregulación del sistema bancario", en Bueno, E. y Rodríguez Antón, J. M. (Eds.), *La banca del futuro*, Banco Hispano Americano-Pirámide, Madrid.
- PRAHALAD, C.K. y HAMEL, G. (1990), "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, n. 3, pp. 79-91.
- (1991), "La organización por unidades estratégicas de negocio ya no sirve", *Harvard-Deusto Business Review*, primer trimestre.
- PROWSE, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behaviour in the United States and Japan", *Journal of Financial Economics*, n. 27.
- RADCLIFFE COMMITTEE, Committee on the working of Monetary System (1959), *Memorandum of evidence and minutes*, Report, Cmnd. 827, vol. 3, p. 219.

- RAMANUJAN, V. y VADARADAJAN, P. (1989), "Research of Corporate Diversification: A Synthesis". *Strategy Management Journal*, n. 10, pp. 523-51.
- RAPPAPORT, A. (1990), "The Staying Power of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 96-104.
- (1992), "CFOs and Strategists: Forging a Common Framework", *Harvard Business Review*, mayo-junio, pp. 84-91.
- RAVENSCRAFT, D. F. (1983), "Structure-profit relationships at the line of business and industry level", *Review of Economics and Statistics*, n. 65, pp. 22-31.
- REBOLLO ARÉVALO, A. (1986), *La distribución comercial en la formación del precio final: Un análisis de la demanda de servicios comerciales de la estructura de la distribución y del comportamiento de los márgenes comerciales*, Tesis Doctoral, UCM, Madrid.
- REVELL, J. (1993), "Institutional investors and fund managers", *Research Papers in Banking and Finance*, Bangor, n. 16.
- MORENO DE ALBORÁN, F.; VALLS, L.; TOLEDO, P.; GARCIA, C. y OLIUS, J. (1990), *La banca española de los noventa*, Economistas libros, Madrid.
- REYNOLDS, R.I. y SNAPP, B.R. (1986), "The competitive Effects of Partial Equity Interest and Joint Ventures", *International Journal of Industrial Organization*, n. 4, pp. 141-53.
- RIPPINGTON, F. A. Y TAFFLER, R. J. (1995), "The information content of Firm Financial Disclosures", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n. 3, pp. 345-62.
- RIVERO TORRE, P (1980), *Cash-Flow. Estado de Origen y Aplicación de Fondos y El Control de Gestión*, A.P.D., Madrid.
- RODRIGUEZ CARRASCO, J. M. (1994), "Dirección estratégica de las entidades financieras españolas: pautas actuales y futuro", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 201-22.
- RODRIGUEZ FERNANDEZ, J. M. (1990), "Aproximación al análisis económico de la empresa bancaria: una síntesis teórica", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, n. 5, pp. 193-225.
- (1993), *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados de la empresa industrial española: un enfoque de agencia*, Tesis doctoral, Universidad de Valladolid.
- (1994), "La regulación bancaria en el contexto de la Unión Europea: el estado de la cuestión", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 47-60.
- RODRIGUEZ ROMERO (1989), "Rentabilidad económica y crisis industrial", *Papeles de Economía Española*, n. 39-40, pp. 356-75.

- RODRIGUEZ-DEL BOSQUE, I. A.; TRESPALACIOS, J. A. y VAZQUEZ, R. (1995), "El Comercio Minorista en el Principado de Asturias: Estructura y Evolución", *Revista Asturiana de Economía*, n. 3, pp. 155-175.
- ROJO, L.A. (1978), *Renta, precios y balanza de pagos*, Alianza Editorial, Madrid.
 - y PEREZ, J.(1977), "La política Monetaria en España: Objetivos e Instrumentos", Servicio de Estudios del Banco de España, Serie A, n. 10, pp. 7-8.
- ROLAND BERGER & PARTNER, International Management Consultants (1994), *La Cadena de Valor Alimentaria en Europa más allá de 1993*, Madrid, marzo, pp. 49-50.
 - (1995), *La Distribución Alimentaria en España y su Entorno Europeo*, Consultores Gráficos y Publicitarios, S.A., Madrid.
- ROMAN, V (1994), *Los plazos de pago en las relaciones entre la industria alimentaria y la distribución: repercusiones en el ámbito del Marketing*, Tesis Doctoral, U.C.M.
 - (1995), "Análisis comparativo de los plazos de pago en la industria alimentaria y la distribución comercial", *Información Comercial Española*, n. 739, pp. 93-109.
- ROSENBLUTH, G. (1955), "Measures of Concentration", *NBER Business Concentration and Price Policy*, Princeton, pp. 57-95.
- ROSS, S. A. (1973), "The Economic Theory of Agency. The Principal's Problem", *The American Economic Association*, n. 2, mayo, pp. 134-39.
 - (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, n. 8, pp. 25-40.
- ROTEMBERG, J. y SALONER, G. (1994), "Benefits of narrow business strategies", *American Economic Review*, vol. 84, n. 5, pp. 1330-49.
- ROTEMBERG, J. y SCHARFTEIN, D. (1990), "Shareholder-Value Maximization and Product Market Competition", *The Review of Financial Studies*, n. 3, pp. 367-91.
- RUBINSTEIN, M. E. (1973), "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory", *Journal of Finance*, n. 28, pp. 167-82.
- RUMELT, R. P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press, Boston.
 - (1982), "Diversification, strategy and profitability", *Strategic Management Journal*, vol. 3, n. 4, pp. 359-69.
 - (1984), "Towards a strategy theory of the firm", pp. 556-70 en R. Lamb (ed.), *Competitive strategic management*, Prentice Hall, Englewoods Cliffs, N. J.
 - (1991), "How much does industry matter?", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n. 3, pp. 167-85.
 - SCHENDEL, D. y TEECE, D. (1991), "Strategic management and economics", *Strategic Management Journal*, n. 12, pp. 5-29.

- SCHENDEL, D. y TEECE, D. (1992), *Fundamental Issues in Strategy*, Harvard Business School Press, Harvard.
- SAA REQUEJO, J. (1990), "Las decisiones financieras de las empresas: Teoría y contrastes empíricos", *Documento de Trabajo*, n. 9008, CEMFI, Banco de España.
- (1991), "Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas", *Moneda y Crédito*, n. 193, pp. 147-78.
- SAINT MARC, M. (1975), "El Poder Monetario de las Empresas", *Banca*, n. 342.
- SAINZ DE VICUÑA ANCÍN, J.M. (1992), *La distribución comercial vasca ante el año 2000*, Universidad de Deusto (ESTE), San Sebastián.
- SALAS, V. (1984), "Economía teórica de la empresa", *Información Comercial Española*, julio, pp. 9-22.
- (1989), "Acuerdos de cooperación entre empresas: bases teóricas", *Economía Industrial*, n. 266, marzo-abril.
- (1994), "Economía y financiación de la empresa española según su tamaño", *Situación*, pp. 197-212.
- SALAVERRY, J. (1987), "Los procesos de desintermediación y de instrumentalización", *Dirección y Progreso*, n. 94, pp. 7-10.
- SALOP, S (1979), "Strategic entry deterrence", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, n. 69, pp. 335-38.
- SAMSON, P. (1993), "The Department Store, Its Past and Its Future: A Review Article", en Hollander, S.C. y Rassuli, K.M., *The international Library of Critical Writings in Business History*, 6 (Marketing, vol. II), pp. 26-34.
- SANCHEZ, J. A. (1987), "Reflexiones sobre la banca: los nuevos espacios del negocio bancario", Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid, 26/5/1987, pp.46-71.
- SANWA BANK (1981), *Characteristics of Funding Requirements by size of Firm*, Sanwa Bank Economic Letter, Octubre.
- SASTRY, A. S. R. (1970), "The Effect of Credit on Transaction Demand for Cash", *Journal of Finance*, n. 25, pp. 743-60.
- SCHERER, F. M. (1980), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 2º ed., Rand McNally, Chicago, IL.
- y ROSS, D. (1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 3º ed., Houghton Mifflin, Boston, MA.
- SCHMALENSEE, R. (1981), "Economies of Scale and Barriers to Entry", *Journal of Political Economy*, n. 189, pp. 1228-38.
- (1989), "Inter-industry studies of structure and performance, en R. SCHMALENSEE y R. WILLING (eds.) *Handbook of Industrial Organization*, North-Holland, Nueva York, vol. 2, cap. 16.

- SCHUMPETER, J.A. (1971), *Capitalismo, socialismo y democracia*, Aguilar, Madrid.
- SCHWARTZ, R.A. (1974), "An Economic Model of Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, julio-sept.
 - y WHITCOMB, D. K. (1988), *Transaction costs and institutional investor trading strategies*, Monograph Series in Finance and Economics, n. 1988-2/3, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York.
- SCOTT, J. H. (1976), "A Theory of Optimal Capital Structure", *Bell-Journal of Economics*, vol. 71, n. 1, Spring, pp. 33-54.
- SECRETARIA GENERAL TECNICA. MINISTERIO DE COMERCIO Y TURISMO (1994), "Poder de mercado y pago a proveedores", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n. 2420, pp. 1851-54.
- SEGURA, J. (1993), *Teoría de la Economía Industrial*, Cívitas, Madrid.
- SEIDEN, M. M. (1959), *The quality of Trade Credit*, Ocasional paper 87 M.B. of Economic Research, Nueva York.
- SELLÓN, G. (1992), "Changes en financial intermediation: The role of pension and mutual funds", *Federal Reserve Bulletin of Kansas City*, third quarterly, pp. 53-70.
- SHAFFER, G. (1991), "Capturing Strategic Rent: Full-Line Forcing, Brand Discount, Aggregate Rebates and Maximun Resale Price Maintenance", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 39, n. 5.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, W. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, n. 94, pp. 488-561.
 - (1991), "Takeovers in the 60's and the 80's: Evidence and Implications", *Strategic Management Journal*, n. 12, pp. 51-59.
- SHEPHERD, W.G. (1990), *The Economics of Industrial Organisation*, 3º ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- SIMON, H. A. (1957), *Administrative Behaviour*, Macmillan, London.
- SMITH, C. W. (1980), "On the Theory of Financial Contracting: The Personal Loan Market", *Journal of Monetary Economics*, n. 6, pp. 333-57.
 - y WATTS, R. L. (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, n. 32, pp. 263-92.
- SMULDERS, S. y KLUNDERT, T. V. (1995), "Imperfect competition, concentration and grow with firm-specific R & D", *European Economic Review*, n. 39, pp. 139-60.

- SPENCE, A. (1985), "Capital Structure and the Corporation's Product Market Environment", in B. Friedman (ed.) *Corporate Capital Structures in United States*, University of Chicago Press, pp. 353-82.
- SPIES, R. (1974), "The Dynamics of Corporate Capital Budgeting", *The Journal of Finance*, vol. 29, n. 3, pp. 829-45.
- STALK, G. (1989), "Tiempo: la próxima fuente de ventajas competitivas", *Harvard-Deusto Business Review*, primer trimestre, pp. 80-94.
 - y HOUT, T. (1991), *Compitiendo contra el tiempo*, CDN, Ciencias de la Dirección, Madrid.
 - EVANS, P. y LAWRENCE, E.S. (1992), "Competir en habilidades, clave de la nueva estrategia empresarial".
- STEINER, R. (1993), "The Inverse Association Between the Margins of Manufacturers and Retailers", *Review of Industrial Organization*, n. 8.
- STEINHERR, A. y HUveneers, C. (1992), "On the performance of differently regulated institutions: Some empirical evidence", *CEPS Research Report*, dic., p. 12.
- STIGLER, G.J. (1968), *La Teoría de los Precios*, (ed.) Revista de Derecho Privado, Madrid.
- STIGLITZ, J. E. (1969), "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem", *American Economic Review*, pp. 785-93.
 - (1974), "On the Irrelevance of Corporate Financial Policy", *American Economic Review*, pp. 785-93.
 - y WEISS, A. (1987), "Credit Rationing: Replay", *American Economic Review*, vol. 77, n. 1, pp. 224-27.
- STULZ, R.M. (1988), "On takeover resistance, managerial discretion and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, n. 20, pp. 25-54.
- SUAREZ GONZALEZ, I. (1993, a), "Fundamentos teóricos y empíricos de la relación entre diversificación y resultados empresariales: un panorama". *Revista de Economía Aplicada*, vol. 1, n. 3, pp. 139-65.
 - (1993, b), *La estrategia de diversificación empresarial y sus efectos sobre los resultados en la empresa española*, Tesis doctoral, Salamanca, Junio 1993.
- SUAREZ SUAREZ, A. S. (1992), *Curso de Economía de la Empresa*, Pirámide, Madrid.
 - (1995), *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid.
- SWITZER, L. (1984), "The Determinants of Industrial R&D: A Funds Flow Simultaneous Equation Approach", *Review of Economics and Statistics*, n. 66, pp. 163-68.

- SZEWCZYK, S. (1992), "The Intra-Industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 5, pp. 1935-45.
- TAGGART, R. (1977), "A Model of Corporate Financing Decisions", *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 5, pp. 1467-84.
- TALMOR, E. y TITMAN, S. (1990), "Taxes and Dividen Policy", *Financial Managment*, verano, pp. 32-35.
- TARRAZÓN, M. A. y MONTLLOR, J. (1993), "Estrategias de inversión de los fondos de pensiones", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 42, pp. 44-56.
- TEDDE DE LORCA, P. (1994) "La banca privada en España (1830-1930)", G. Nuñez y L. Segreto (eds.), *Introducción a la Historia de la Empresa en España*, Abacus, Madrid.
- TEECE, D. J. (1982), "Towards an Economic Theory of the Multiproduct Firm". *Journal of Economic Behaviour and Organization*, n. 3, pp. 39-63.
 - (1986), "Transactions Cost Economics and the Multinational Enterprise". *Journal of Economic Behaviour and Organization*, n. 7, pp. 21-45.
 - (1990), "Innovación tecnológica y éxito empresarial", en PERE ESCORSA, *La gestión de la empresa de alta tecnología*, Ariel, Barcelona, pp. 117-44.
- TELSER, L. (1966), "Cutthroat Competition and the Long Purse", *Journal of Law and Economics*, n. 9, pp. 259-77.
- TERMES, R. (1994), "La competitividad de la economía española y la eficacia del sistema financiero", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n. 48, pp. 31-46.
 - (1995), "Los últimos doce años del sistema bancario español" en AB Asesores (Ed.) *Historias de una década. Sistema financiero y economía española 1984-1994*, T. F. Artes Gráficas, Madrid, pp. 185-222.
- TERRES DE ERCILLA, F. (1993), *Competencia, Competitividad y Estrategia: La distribución minorista alimentaria en España*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- TITMAN, S. (1984), "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision", *Journal of Financial Economics*, pp. 137-51.
- TIROLE, J. (1990), *La teoría de la organización industrial*, Ariel, Barcelona.
 - (1994), "On banking and intermediation", *European Economic Review*, n. 38, pp. 469-87.
- TORRERO, A. (1989), "El sistema bancario en los próximos años", *Revista de Economía*, n. 1, pp. 71-72.
- TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (1995), *La competencia en España: balance y nuevas propuestas 1995*, pp. 102-105.

- TRINCADO, J. (1988), "Nuevas vías de financiación: procesos de desintermediación y de instrumentalización", *Dirección y Progreso*, n. 97, pp. 93-96.
- URIAS, J. (1992), *Análisis de Estados Financieros*, McGraw-Hill, Madrid.
- URIEL, E. (1995), *Análisis de datos. Series temporales y Análisis multivariante*, A.C., Madrid.
- URQUIJO, J.L. (1963), *Planificación Financiera de la Empresa*, Deusto, Bilbao.
- VADOT, J. (1976), "Crédito Interempresas", *Crónica Sedeis*, julio.
- VAM NIEWWKERK, M. (1975), "Trade Credit and Monetary Policy in Netherlands", *Economic Research in European Central Banks*, Messer Fazio, T. Padoa, Roma.
- (1981), "A Transactions Theory of Trade Credit Use", *Quarterly Journal of Economics*, mayo, pp. 243-70.
- VASCONCELLOS, J.A. y HAMBRICK, D.C. (1989), "Key success factors: Test of a general framework in the mature industrial-product sector", *Strategic Management Journal*, vol. 10, n. 4, pp. 367-82.
- VAZQUEZ, C.J. (1993), *Creación de valor en las fusiones empresariales*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Oviedo.
- VENTURA, J. (1994), *Análisis competitivo de la empresa: un enfoque estratégico*, Cívitas, Madrid.
- VERMAELEN, T. (1981), "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, n. 9, pp. 139-83.
- (1984), "Repurchases Tender Offers, Signalling, and Managerial Incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 19, n. 2, pp. 163-81.
- WARNER, J. (1977), "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 2, pp. 337-47.
- WEISS, L.W. (1990), "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims", *Journal of Financial Economics*, n. 27, pp. 285-314.
- (1991), *Structure, Conduct and Performance*, Harvester Wheatsheaf, Hertfordshire, U. K.
- WERNERFLET, B. (1984), "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Science*, n. 5, pp. 171-80.
- (1989), "From critical resource to corporate strategy", *Journal of General Management*, n. 14, pp. 4-12.
- y MONTGOMERY, C.A. (1988), "Tobin's q and the importance of focus in firm performance", *American Economic Review*, n. 78, pp. 246-50.
- WESTON, J. F.; CHUNG, K. S. y HOAG, S.E. (1990), *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey.

- WESTON, J. F.; SMITH, K. V. y SHRIEVES, R. E.. (1972), "Conglomerate performance using the capital asset pricing model", *Review of Economics and Statistics*, n. 54, pp. 357-63.
- WHEELWRIGHT, S. y MAKRIDAKIS, S. (1977), *Forecasting Methods for Management*, John Wiley and Son, Nueva Yorks.
- WHITE, R. E.. (1986), "Generic business strategies, organizational context and performance. An empirical investigation", *Strategic Management Journal*, n. 7, pp. 217-31.
- WHITE, W. (1964), "Trade Credit and Monetary Policy: a Reconciliation", *Economic Journal*, dic., pp. 935-45.
- WHITEFIELD (1983), "El comercio detallista ante los cambios en el comercio detallista", *Distribución Actualidad*, n. 94, abril, pp. 35-39.
- WILLER, D.E. (1966), *La interpretación correcta de los Estados Financieros*, Técnica, S.A., México.
- WILLIAMS, J.B. (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge.
- WILLIAMS, J. (1988), "Efficient Signalling with Dividends, Investment and Stock Repurchases", *The Journal of Finance*, vol. 43, n. 3, pp. 737-47.
- WILLIAMSON, O. E. (1964), *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J.
- (1965), "Un modelo de comportamiento racional de la administración", en Cyert, R.M. y March, J.G. (1965), *Teoría de las decisiones económicas de la empresa*, Hermanos Herrero, México.
 - (1967), "Hierarchical Control Optimum Firm Size", *Journal of Political Economics*, n. 75, pp. 123-38.
 - (1975), *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press, Nueva York.
 - (1979), "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics*, vol. 22, n. 2, pp. 233-61.
 - (1981), "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes", *Journal of Economic Literature*, n. 19, December, pp. 1537-68.
 - (1985), *The Economics Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, Collier Macmillan, London.
 - (1991), "Strategizing, Economizing, and Economic Organization", *Strategic Management Journal*, n. 12, pp. 75-94.
 - (1993), *The nature of the Firm*, Oxford University Press, Oxford.
- WOMACK, J. P.; JONES, D. T. y ROOS, D. (1992), *La máquina que cambió el mundo*, McGraw-Hill, Madrid.
- WRIGHTSMAN, W. (1969), "Optional Credit Terms for Accounts Receival", *The Quartely Review of Economics and Business*, Verano.

YIP, G. (1982), *Barriers to Exit: A corporate Strategy Perspective*, Lexington Books.

YOSHA, O. (1995), "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 4, n. 1, pp. 3-19.

ZIMMERMAN, J. (1983), "Taxes and Firm Size", *The Journal of Accounting and Economics*, n. 5, abril, pp. 119-49.

ZISS, S. (1995), "Vertical Separation and Horizontal Mergers", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 43, n. 1, pp. 63-75.

ANEXOS

ANEXOS

Página

ANEXOS DEL CAPITULO 1:

1.1. “Ranking” de las 353 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1991	3
1.2. “Ranking” de las 183 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1992	10
1.3. “Ranking” de las 252 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1993	14
1.4. Curvas de Lorenz (según los datos de los “ranking” de los Anexos 1.1, 1.2 y 1.3). Años 1991, 1992 y 1993.....	19
1.5. “Ranking” de las 31 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1989	21
1.6. “Ranking” de las 33 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1991	22
1.7. “Ranking” de las 33 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1992	23
1.8. “Ranking” de las 29 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1993	24
1.9. “Ranking” de las 36 primeras empresas de distribución comercial españolas, según el volumen de ventas. Año 1994	25
1.10. Curvas de Lorenz (según los datos de los “ranking” de los Anexos 1.5, 1.6, 1.7, 1.8 y 1.9). Años 1989, 1991, 1992, 1993 y 1994.....	26
1.11. Accionistas y directivos de las empresas de distribución comercial españolas	28
1.12. Algunos ejemplos de empresas de distribución comercial españolas diversificadas	31

ANEXOS DEL CAPITULO 2:

2.1. "Ranking" por plazo medio de pago a proveedores	35
2.2. "Ranking" por rotación de <i>stocks</i>	44
2.3. "Ranking" por fondo de maniobra	53
2.4. Relación de suspensiones de pagos en el sector de la distribución comercial	62

ANEXOS DEL CAPITULO 3:

3.1. Balances de situación de El Corte Inglés, Pryca, Mercadona y Eroski. Años 1990-1994	63
3.2. Cuentas de Resultados de El Corte Inglés, Pryca, Mercadona y Eroski. Años 1990-1994	71
3.3. "Ranking" de las 353 primeras empresas de distribución comercial españolas por coeficiente de caja y de solvencia. Años 1992 y 1993.....	75

ANEXOS DEL CAPITULO 4:

4.1. Análisis univariante de las variables potencialmente explicativas de la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas de distribución comercial españolas.....	86
4.2. Análisis univariante de las variables consideradas en los modelos de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas de distribución comercial españolas.....	92
4.3. Correlaciones entre las variables potencialmente explicativas de la actividad financiera desarrollada por las grandes empresas de distribución comercial españolas.....	95
4.4. Correlaciones entre las variables consideradas en los modelos de interrelaciones entre las decisiones económicas y financieras de las empresas de distribución comercial españolas.....	96
4.5. Descripción de algunas " <i>ratios</i> " utilizadas en los análisis.....	97

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

RK	EMPRESA	Vtas1991(mill)	Cuota	R(i)	Cta.cuad.	Cuota x i	N°emp(%)
1	Corte Inglés	742640,000	19,8870	19,8870	0,0395	0,1989	0,2833
2	C.C.Pryca SA	357003,000	9,5601	29,4471	0,0091	0,1912	0,5666
3	C.C.Continen	247200,000	6,6197	36,0668	0,0044	0,1986	0,8499
4	Alcampo	183000,000	4,9005	40,9673	0,0024	0,1960	1,1331
5	DIA SA	150000,000	4,0168	44,9841	0,0016	0,2008	1,4164
6	Hipercor	149925,467	4,0148	48,9989	0,0016	0,2409	1,6997
7	Mercadona SA	137037,131	3,6697	52,6686	0,0013	0,2569	1,9830
8	Gal.Preciados	89725,743	2,4027	55,0713	0,0006	0,1922	2,2663
9	Eroski S.Coop.	86427,822	2,3144	57,3858	0,0005	0,2083	2,5496
10	Makro Aut.M.	75389,000	2,0188	59,4046	0,0004	0,2019	2,8329
11	Simago SA	63313,858	1,6955	61,1001	0,0003	0,1865	3,1161
12	Sup. Sabeco	35769,552	0,9579	62,0579	0,0001	0,1149	3,3994
13	Aut. Caprabo	28488,858	0,7629	62,8208	0,0001	0,0992	3,6827
14	Coaliment Gr.	25000,000	0,6695	63,4903	0,0000	0,0937	3,9660
15	D.Giménez SA	24041,018	0,6438	64,1341	0,0000	0,0966	4,2493
16	Consum S.C.	23219,020	0,6218	64,7558	0,0000	0,0995	4,5326
17	Jobac SA	20868,581	0,5588	65,3147	0,0000	0,0950	4,8159
18	Valvi SA	20717,154	0,5548	65,8695	0,0000	0,0999	5,0992
19	Peñagrande	20085,894	0,5379	66,4073	0,0000	0,1022	5,3824
20	Distop SA	19022,698	0,5094	66,9167	0,0000	0,1019	5,6657
21	Miquel Alime	15480,583	0,4146	67,3313	0,0000	0,0871	5,9490
22	Sagara SA	15041,000	0,4028	67,7341	0,0000	0,0886	6,2323
23	D. Mercat SA	15000,000	0,4017	68,1358	0,0000	0,0924	6,5156
24	G.Arbol Grel.	14945,542	0,4002	68,5360	0,0000	0,0961	6,7989
25	Sup. Claudio	13921,309	0,3728	68,9088	0,0000	0,0932	7,0822
26	Dismo SA	13907,191	0,3724	69,2812	0,0000	0,0968	7,3654
27	D.A.Cobrerros	13545,438	0,3627	69,6439	0,0000	0,0979	7,6487
28	Enaco SA	13332,543	0,3570	70,0009	0,0000	0,1000	7,9320
29	S.Mas por Me	13331,200	0,3570	70,3579	0,0000	0,1035	8,2153
30	Coperlim SC	12783,460	0,3423	70,7003	0,0000	0,1027	8,4986
31	Francisco Mir	12519,878	0,3353	71,0355	0,0000	0,1039	8,7819
32	Agrupac.Com.	11723,023	0,3139	71,3495	0,0000	0,1005	9,0652
33	Digsa Villalba	11659,725	0,3122	71,6617	0,0000	0,1030	9,3484
34	El Triunfo SA	11609,248	0,3109	71,9726	0,0000	0,1057	9,6317
35	Al.Peninsular	11546,000	0,3092	72,2818	0,0000	0,1082	9,9150
36	Ecore SA	11429,627	0,3061	72,5878	0,0000	0,1102	10,1983
37	Hilario Osoro	11338,638	0,3036	72,8915	0,0000	0,1123	10,4816
38	Sup.Cruz Ma.	11088,223	0,2969	73,1884	0,0000	0,1128	10,7649
39	D.Oeste SA	10889,388	0,2916	73,4800	0,0000	0,1137	11,0482
40	Jumbo Comer	10888,891	0,2916	73,7716	0,0000	0,1166	11,3314
41	Cía.Alm.Dist.	10855,984	0,2907	74,0623	0,0000	0,1192	11,6147
42	García León	10779,344	0,2887	74,3510	0,0000	0,1212	11,8980
43	Digsa Castillo	10477,679	0,2806	74,6315	0,0000	0,1206	12,1813
44	Luis Piña SA	10402,280	0,2786	74,9101	0,0000	0,1226	12,4646
45	Calixto y Est.	10327,590	0,2766	75,1867	0,0000	0,1245	12,7479
46	Gal.Primerio	10316,828	0,2763	75,4629	0,0000	0,1271	13,0312
47	C.Jesumán	10262,722	0,2748	75,7378	0,0000	0,1292	13,3144
48	Herm. Ayala	10131,700	0,2713	76,0091	0,0000	0,1302	13,5977
49	D.Licor.Caste.	10087,820	0,2701	76,2792	0,0000	0,1324	13,8810
50	Sebastián Fue	9858,526	0,2640	76,5432	0,0000	0,1320	14,1643
51	Repón SA	9848,009	0,2637	76,8069	0,0000	0,1345	14,4476

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

52	Coop.Covirán	9648,856	0,2584	77,0653	0,0000	0,1344	14,7309
53	Bon Preu SA	9435,772	0,2527	77,3180	0,0000	0,1339	15,0142
54	Expreso Com.	9372,492	0,2510	77,5690	0,0000	0,1355	15,2975
55	Alm.Paquer	9067,674	0,2428	77,8118	0,0000	0,1336	15,5807
56	Ventura G.P.	8995,453	0,2409	78,0527	0,0000	0,1349	15,8640
57	S.Economics	8839,338	0,2367	78,2894	0,0000	0,1349	16,1473
58	Tragoz SL	8717,931	0,2335	78,5228	0,0000	0,1354	16,4306
59	Manuel Barea	8273,053	0,2215	78,7444	0,0000	0,1307	16,7139
60	Alm.Mar y M.	8115,281	0,2173	78,9617	0,0000	0,1304	16,9972
61	Maxor SA	8087,349	0,2166	79,1783	0,0000	0,1321	17,2805
62	Alm.Gómez S.	7907,685	0,2118	79,3900	0,0000	0,1313	17,5637
63	D. Froiz SA	7769,065	0,2080	79,5981	0,0000	0,1311	17,8470
64	Alm. Casán	7464,160	0,1999	79,7980	0,0000	0,1279	18,1303
65	Estab.Alfaro	7446,903	0,1994	79,9974	0,0000	0,1296	18,4136
66	S.Hisp.Desar.	7422,553	0,1988	80,1961	0,0000	0,1312	18,6969
67	Hiper-Valme	7374,533	0,1975	80,3936	0,0000	0,1323	18,9802
68	Abeto SA	7174,245	0,1921	80,5857	0,0000	0,1306	19,2635
69	Tojeiro Alim.	7085,723	0,1897	80,7755	0,0000	0,1309	19,5467
70	D.Al.Sureste	6975,254	0,1868	80,9623	0,0000	0,1308	19,8300
71	Ecoahorro SA	6897,000	0,1847	81,1470	0,0000	0,1311	20,1133
72	Monsalbo SA	6861,576	0,1837	81,3307	0,0000	0,1323	20,3966
73	Super. Dani	6696,893	0,1793	81,5100	0,0000	0,1309	20,6799
74	Glez. Cabello	6540,178	0,1751	81,6852	0,0000	0,1296	20,9632
75	Condal Alim.	6412,743	0,1717	81,8569	0,0000	0,1288	21,2465
76	Pascual Herm	6396,087	0,1713	82,0282	0,0000	0,1302	21,5297
77	AlvarezzyPire	6100,000	0,1634	82,1915	0,0000	0,1258	21,8130
78	Socamp SA	5872,968	0,1573	82,3488	0,0000	0,1227	22,0963
79	Adolfo Marin.	5612,504	0,1503	82,4991	0,0000	0,1187	22,3796
80	Unidroco SA	5498,079	0,1472	82,6463	0,0000	0,1178	22,6629
81	Sup.El Tibur.	5493,700	0,1471	82,7934	0,0000	0,1192	22,9462
82	Cash Matos	5478,439	0,1467	82,9402	0,0000	0,1203	23,2295
83	C.Rubio SA	5380,118	0,1441	83,0842	0,0000	0,1196	23,5127
84	Gaybo SA	5368,426	0,1438	83,2280	0,0000	0,1208	23,7960
85	Sup.y Autoser	5299,170	0,1419	83,3699	0,0000	0,1206	24,0793
86	Sup. Alcosto	5266,763	0,1410	83,5109	0,0000	0,1213	24,3626
87	Hiper.Reunid	5253,058	0,1407	83,6516	0,0000	0,1224	24,6459
88	C. Escolá SL	5244,895	0,1405	83,7921	0,0000	0,1236	24,9292
89	Hij.Ignacio T	5212,938	0,1396	83,9316	0,0000	0,1242	25,2125
90	V.E.S. SA	5167,600	0,1384	84,0700	0,0000	0,1245	25,4958
91	L. Rentero S.	5091,899	0,1364	84,2064	0,0000	0,1241	25,7790
92	Vega Berisa	5062,276	0,1356	84,3419	0,0000	0,1247	26,0623
93	D.Uribe SA	4942,713	0,1324	84,4743	0,0000	0,1231	26,3456
94	Alm.C.Unidos	4913,443	0,1316	84,6059	0,0000	0,1237	26,6289
95	Sumin. Alim.	4886,000	0,1308	84,7367	0,0000	0,1243	26,9122
96	C.A.Malagueñ	4865,528	0,1303	84,8670	0,0000	0,1251	27,1955
97	Prov. Amaya	4838,647	0,1296	84,9966	0,0000	0,1257	27,4788
98	JM Berutich	4768,548	0,1277	85,1243	0,0000	0,1251	27,7620
99	Sup.Alimenta	4723,363	0,1265	85,2508	0,0000	0,1252	28,0453
100	Ecovol SA	4711,816	0,1262	85,3769	0,0000	0,1262	28,3286
101	Pedro Ramón	4693,341	0,1257	85,5026	0,0000	0,1269	28,6119
102	Cong.y Deriv.	4619,108	0,1237	85,6263	0,0000	0,1262	28,8952
103	Orsueco SA	4545,012	0,1217	85,7480	0,0000	0,1254	29,1785

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

104	Super.Pujol	4528,309	0,1213	85,8693	0,0000	0,1261	29,4618
105	Supergran	4433,544	0,1187	85,9880	0,0000	0,1247	29,7450
106	Super.Match	4378,323	0,1172	86,1053	0,0000	0,1243	30,0283
107	Glez. y Cñía.	4194,457	0,1123	86,2176	0,0000	0,1202	30,3116
108	Hij.Timoteo	4142,451	0,1109	86,3285	0,0000	0,1198	30,5949
109	Alm.Simón	4087,295	0,1095	86,4380	0,0000	0,1193	30,8782
110	Alm. Arcos	4082,913	0,1093	86,5473	0,0000	0,1203	31,1615
111	J.A. Recio	4079,324	0,1092	86,6565	0,0000	0,1213	31,4448
112	D.Bosch Her.	4009,141	0,1074	86,7639	0,0000	0,1202	31,7280
113	Col.Cruz SA	4006,302	0,1073	86,8712	0,0000	0,1212	32,0113
114	C. Guzmán SL	3955,182	0,1059	86,9771	0,0000	0,1207	32,2946
115	Caro Rúiz SA	3940,862	0,1055	87,0826	0,0000	0,1214	32,5779
116	Villa Herman	3867,492	0,1036	87,1862	0,0000	0,1201	32,8612
117	Ramirez Sant	3771,634	0,1010	87,2872	0,0000	0,1182	33,1445
118	Sup. Seyca	3692,846	0,0989	87,3861	0,0000	0,1167	33,4278
119	Bodegas Garc.	3669,142	0,0983	87,4843	0,0000	0,1169	33,7110
120	Ignacio Cueva	3667,476	0,0982	87,5826	0,0000	0,1179	33,9943
121	D.Los Puertos	3658,151	0,0980	87,6805	0,0000	0,1185	34,2776
122	Trebol Center	3627,978	0,0972	87,7777	0,0000	0,1185	34,5609
123	Al.Congelad.	3623,131	0,0970	87,8747	0,0000	0,1193	34,8442
124	Malaquías M	3622,266	0,0970	87,9717	0,0000	0,1203	35,1275
125	Merkal SA	3602,717	0,0965	88,0682	0,0000	0,1206	35,4108
126	D. Sogorb SA	3591,580	0,0962	88,1643	0,0000	0,1212	35,6941
127	Bide Onera V	3580,697	0,0959	88,2602	0,0000	0,1218	35,9773
128	Un.Deta.Valle	3548,421	0,0950	88,3553	0,0000	0,1216	36,2606
129	Playa Madrid	3546,189	0,0950	88,4502	0,0000	0,1225	36,5439
130	Ctral.D.Sarri.	3543,439	0,0949	88,5451	0,0000	0,1234	36,8272
131	Ctral.S.Canar.	3481,983	0,0932	88,6383	0,0000	0,1221	37,1105
132	Alonso Hiper.	3453,767	0,0925	88,7308	0,0000	0,1221	37,3938
133	C.Piedra Tru.	3424,893	0,0917	88,8225	0,0000	0,1220	37,6771
134	Suc.Pedro S.	3417,782	0,0915	88,9141	0,0000	0,1226	37,9603
135	Ekosa SA	3406,316	0,0912	89,0053	0,0000	0,1231	38,2436
136	Nuevo Sist.C.	3394,923	0,0909	89,0962	0,0000	0,1236	38,5269
137	Paulino Gcía.	3389,489	0,0908	89,1870	0,0000	0,1243	38,8102
138	Javier Virto	3386,816	0,0907	89,2777	0,0000	0,1252	39,0935
139	Super Stop	3382,161	0,0906	89,3682	0,0000	0,1259	39,3768
140	Sagu SA	3379,272	0,0905	89,4587	0,0000	0,1267	39,6601
141	Ancoso	3355,621	0,0899	89,5486	0,0000	0,1267	39,9433
142	Licores Figue	3353,982	0,0898	89,6384	0,0000	0,1275	40,2266
143	Sup. Gigante	3319,000	0,0889	89,7273	0,0000	0,1271	40,5099
144	Murcia Andr	3308,827	0,0886	89,8159	0,0000	0,1276	40,7932
145	Col. Pellicer	3235,093	0,0866	89,9025	0,0000	0,1256	41,0765
146	Sup. Sánchez	3232,347	0,0866	89,9891	0,0000	0,1264	41,3598
147	Cemetro SL	3192,348	0,0855	90,0746	0,0000	0,1257	41,6431
148	Alm.Mérida	3126,390	0,0837	90,1583	0,0000	0,1239	41,9263
149	Jumirsa	3122,106	0,0836	90,2419	0,0000	0,1246	42,2096
150	Valles Preu	3082,610	0,0825	90,3244	0,0000	0,1238	42,4929
151	Al.Diaz Mes.	3080,136	0,0825	90,4069	0,0000	0,1245	42,7762
152	D.y C.Lasarte	3060,541	0,0820	90,4889	0,0000	0,1246	43,0595
153	ITM Ibérica	3037,121	0,0813	90,5702	0,0000	0,1244	43,3428
154	C. Oblanca SA	3023,238	0,0810	90,6512	0,0000	0,1247	43,6261
155	EcoTeide SA	3019,026	0,0808	90,7320	0,0000	0,1253	43,9093

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

156	Coop.Ind.Bod.	3002,140	0,0804	90,8124	0,0000	0,1254	44,1926
157	Santiago Sur	2972,045	0,0796	90,8920	0,0000	0,1250	44,4759
158	Coop.Valenci.	2919,602	0,0782	90,9702	0,0000	0,1235	44,7592
159	Antonio Tab.	2917,927	0,0781	91,0483	0,0000	0,1242	45,0425
160	Victor.Moldes	2889,870	0,0774	91,1257	0,0000	0,1238	45,3258
161	Hiper Tambo	2886,449	0,0773	91,2030	0,0000	0,1244	45,6091
162	Cía.Moderna	2883,369	0,0772	91,2802	0,0000	0,1251	45,8924
163	Acosta	2863,260	0,0767	91,3569	0,0000	0,1250	46,1756
164	Garcimar SA	2791,532	0,0748	91,4316	0,0000	0,1226	46,4589
165	Frig.Morales	2767,071	0,0741	91,5057	0,0000	0,1223	46,7422
166	C.Los Valeros	2762,517	0,0740	91,5797	0,0000	0,1228	47,0255
167	Sup.Catalanes	2710,598	0,0726	91,6523	0,0000	0,1212	47,3088
168	Sup. Torres	2686,028	0,0719	91,7242	0,0000	0,1208	47,5921
169	Codroper SC	2668,622	0,0715	91,7957	0,0000	0,1208	47,8754
170	Cabrero e Hi.	2633,391	0,0705	91,8662	0,0000	0,1199	48,1586
171	Ind.Gadit.Frío	2570,259	0,0688	91,9350	0,0000	0,1177	48,4419
172	Doroteo S.Ju.	2559,542	0,0685	92,0036	0,0000	0,1179	48,7252
173	Carlos Díaz	2557,601	0,0685	92,0721	0,0000	0,1185	49,0085
174	Cash Andaluc.	2546,016	0,0682	92,1402	0,0000	0,1186	49,2918
175	A.Cardoso SA	2529,288	0,0677	92,2080	0,0000	0,1185	49,5751
176	C.Martínez S.	2521,365	0,0675	92,2755	0,0000	0,1188	49,8584
177	Glez. Peredo	2520,540	0,0675	92,3430	0,0000	0,1195	50,1416
178	Vda.Miguel Ar	2518,602	0,0674	92,4104	0,0000	0,1201	50,4249
179	J.Espinosa P	2502,064	0,0670	92,4774	0,0000	0,1199	50,7082
180	Alimerka	2484,183	0,0665	92,5440	0,0000	0,1197	50,9915
181	Consum.Agru.	2462,835	0,0660	92,6099	0,0000	0,1194	51,2748
182	Saunisa SA	2421,639	0,0648	92,6748	0,0000	0,1180	51,5581
183	SA Disbor	2413,953	0,0646	92,7394	0,0000	0,1183	51,8414
184	Huesposa	2403,434	0,0644	92,8038	0,0000	0,1184	52,1246
185	Succe.Jeroni	2384,932	0,0639	92,8676	0,0000	0,1182	52,4079
186	Mtnez.de Quel	2363,137	0,0633	92,9309	0,0000	0,1177	52,6912
187	Al.C.Friman	2354,215	0,0630	92,9940	0,0000	0,1179	52,9745
188	Grupalin SA	2344,326	0,0628	93,0567	0,0000	0,1180	53,2578
189	D. León SA	2325,461	0,0623	93,1190	0,0000	0,1177	53,5411
190	Coop.C.Merce.	2303,857	0,0617	93,1807	0,0000	0,1172	53,8244
191	Schlecker SA	2298,981	0,0616	93,2423	0,0000	0,1176	54,1076
192	J. Fornés For	2297,560	0,0615	93,3038	0,0000	0,1181	54,3909
193	Tomas Barre	2291,169	0,0614	93,3651	0,0000	0,1184	54,6742
194	Urlapesca SA	2270,364	0,0608	93,4259	0,0000	0,1179	54,9575
195	Alm.Conrado	2236,776	0,0599	93,4858	0,0000	0,1168	55,2408
196	Cash Lazo SA	2234,083	0,0598	93,5457	0,0000	0,1173	55,5241
197	Canales Her.	2220,751	0,0595	93,6051	0,0000	0,1172	55,8074
198	Suc.Waldo R.	2216,567	0,0594	93,6645	0,0000	0,1175	56,0907
199	Sup. Antolín	2196,842	0,0588	93,7233	0,0000	0,1171	56,3739
200	M. Vallejo SA	2196,028	0,0588	93,7821	0,0000	0,1176	56,6572
201	Sup.Los Tulip	2183,150	0,0585	93,8406	0,0000	0,1175	56,9405
202	Antonio Rab.	2180,331	0,0584	93,8990	0,0000	0,1179	57,2238
203	Aut. Romero	2179,260	0,0584	93,9573	0,0000	0,1185	57,5071
204	Alm.La Venta	2173,077	0,0582	94,0155	0,0000	0,1187	57,7904
205	Teogenes Ru.	2164,797	0,0580	94,0735	0,0000	0,1188	58,0737
206	Ezequiel Arr.	2154,072	0,0577	94,1312	0,0000	0,1188	58,3569
207	Sup.Ricmar	2140,573	0,0573	94,1885	0,0000	0,1187	58,6402

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

208	Angulo Gral.	2127,710	0,0570	94,2455	0,0000	0,1185	58,9235
209	Claudio Mor.	2126,279	0,0569	94,3024	0,0000	0,1190	59,2068
210	Coalca SA	2121,515	0,0568	94,3592	0,0000	0,1193	59,4901
211	ASM Dist.76	2117,244	0,0567	94,4159	0,0000	0,1196	59,7734
212	Leonardo Váz	2108,967	0,0565	94,4724	0,0000	0,1197	60,0567
213	Serv.C.Izarra	2090,908	0,0560	94,5284	0,0000	0,1193	60,3399
214	S.Coop.Host.	2083,363	0,0558	94,5842	0,0000	0,1194	60,6232
215	Distac SA	2069,000	0,0554	94,6396	0,0000	0,1191	60,9065
216	Eco del Puert	2055,616	0,0550	94,6946	0,0000	0,1189	61,1898
217	Romén SL	2055,385	0,0550	94,7497	0,0000	0,1194	61,4731
218	Granuda SA	2052,305	0,0550	94,8046	0,0000	0,1198	61,7564
219	Al.Herrera	2031,381	0,0544	94,8590	0,0000	0,1191	62,0397
220	Alm.Sancho	2030,202	0,0544	94,9134	0,0000	0,1196	62,3229
221	Herminio H.	2016,574	0,0540	94,9674	0,0000	0,1193	62,6062
222	Arnoya Cong.	2016,242	0,0540	95,0214	0,0000	0,1199	62,8895
223	Selex Ibérica	1998,334	0,0535	95,0749	0,0000	0,1193	63,1728
224	Marina Baixa	1995,429	0,0534	95,1283	0,0000	0,1197	63,4561
225	Superm.Agud	1994,955	0,0534	95,1818	0,0000	0,1202	63,7394
226	Deza Aliment.	1990,934	0,0533	95,2351	0,0000	0,1205	64,0227
227	D.y Agr.Com.	1984,507	0,0531	95,2882	0,0000	0,1206	64,3059
228	C.J.Galarza	1974,473	0,0529	95,3411	0,0000	0,1206	64,5892
229	J.Noves Herv	1972,093	0,0528	95,3939	0,0000	0,1209	64,8725
230	Ventagrama	1949,259	0,0522	95,4461	0,0000	0,1201	65,1558
231	Econ.Sta.Clar	1920,939	0,0514	95,4975	0,0000	0,1188	65,4391
232	Eliper SA	1911,116	0,0512	95,5487	0,0000	0,1187	65,7224
233	C.C.Fuenlabr.	1908,323	0,0511	95,5998	0,0000	0,1191	66,0057
234	C.C. Gijón SA	1901,098	0,0509	95,6507	0,0000	0,1191	66,2890
235	Hij.Luis Rod	1890,986	0,0506	95,7014	0,0000	0,1190	66,5722
236	Aljoma	1888,163	0,0506	95,7519	0,0000	0,1193	66,8555
237	J.L. Torres	1846,592	0,0494	95,8014	0,0000	0,1172	67,1388
238	C. Jumán SA	1846,532	0,0494	95,8508	0,0000	0,1177	67,4221
239	Dolores Glez.	1816,538	0,0486	95,8995	0,0000	0,1163	67,7054
240	Cong.Reunits	1806,814	0,0484	95,9479	0,0000	0,1161	67,9887
241	Minimax SA	1801,615	0,0482	95,9961	0,0000	0,1163	68,2720
242	S. Salobrefia	1796,910	0,0481	96,0442	0,0000	0,1164	68,5552
243	D.Baix Mares.	1793,057	0,0480	96,0922	0,0000	0,1167	68,8385
244	Sup.Ercoreca	1780,855	0,0477	96,1399	0,0000	0,1164	69,1218
245	C.Xanquei SL	1774,201	0,0475	96,1874	0,0000	0,1164	69,4051
246	Pedro Duque	1771,392	0,0474	96,2349	0,0000	0,1167	69,6884
247	J.L. Sánchez	1759,252	0,0471	96,2820	0,0000	0,1164	69,9717
248	Unifor SA	1754,139	0,0470	96,3290	0,0000	0,1165	70,2550
249	Comerbal SA	1748,833	0,0468	96,3758	0,0000	0,1166	70,5382
250	Super G SA	1738,420	0,0466	96,4223	0,0000	0,1164	70,8215
251	Majife SA	1738,171	0,0465	96,4689	0,0000	0,1168	71,1048
252	Superm.3-B	1699,211	0,0455	96,5144	0,0000	0,1147	71,3881
253	Super Grup	1682,783	0,0451	96,5595	0,0000	0,1140	71,6714
254	Suerp.Llobet	1669,332	0,0447	96,6042	0,0000	0,1135	71,9547
255	S.Coop.San Ca	1652,736	0,0443	96,6484	0,0000	0,1129	72,2380
256	C.C.Industri.	1652,620	0,0443	96,6927	0,0000	0,1133	72,5212
257	Cía.Gallega S.	1641,937	0,0440	96,7366	0,0000	0,1130	72,8045
258	Vinoselección	1641,118	0,0439	96,7806	0,0000	0,1134	73,0878
259	Ultr.Casa Fau	1623,898	0,0435	96,8241	0,0000	0,1126	73,3711

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

260	Roberto Albe	1614,774	0,0432	96,8673	0,0000	0,1124	73,6544
261	Tenders Agru.	1614,762	0,0432	96,9106	0,0000	0,1129	73,9377
262	Prom.Detal.A.	1591,283	0,0426	96,9532	0,0000	0,1116	74,2210
263	Alm.Yébenes	1589,402	0,0426	96,9957	0,0000	0,1119	74,5042
264	Cemar Alim.	1581,452	0,0423	97,0381	0,0000	0,1118	74,7875
265	Super.Krone	1578,895	0,0423	97,0804	0,0000	0,1120	75,0708
266	J.Gómez Pand	1577,900	0,0423	97,1226	0,0000	0,1124	75,3541
267	Román Gcía.R	1571,376	0,0421	97,1647	0,0000	0,1124	75,6374
268	Pedro L.Bern	1562,174	0,0418	97,2065	0,0000	0,1121	75,9207
269	Casa Rexach	1559,904	0,0418	97,2483	0,0000	0,1124	76,2040
270	Suárez Yánez	1540,245	0,0412	97,2896	0,0000	0,1114	76,4873
271	Sup.Guerrero	1535,086	0,0411	97,3307	0,0000	0,1114	76,7705
272	M.Madrigal M	1534,062	0,0411	97,3717	0,0000	0,1117	77,0538
273	Sup. Alduba	1533,057	0,0411	97,4128	0,0000	0,1121	77,3371
274	Cash Denia	1512,181	0,0405	97,4533	0,0000	0,1110	77,6204
275	Drinks Fargo	1501,566	0,0402	97,4935	0,0000	0,1106	77,9037
276	D.Extrem.Ali.	1499,572	0,0402	97,5337	0,0000	0,1108	78,1870
277	Drogas Casti.	1479,321	0,0396	97,5733	0,0000	0,1097	78,4703
278	Formula Adec.	1468,897	0,0393	97,6126	0,0000	0,1094	78,7535
279	Al.Choycasa	1464,936	0,0392	97,6518	0,0000	0,1094	79,0368
280	Alm.Lallave	1438,982	0,0385	97,6904	0,0000	0,1079	79,3201
281	Gral.Imp.Can	1437,473	0,0385	97,7289	0,0000	0,1082	79,6034
282	Herm.Mendoz	1435,893	0,0385	97,7673	0,0000	0,1084	79,8867
283	Feria SA	1432,271	0,0384	97,8057	0,0000	0,1085	80,1700
284	Coop.Extrem.	1428,778	0,0383	97,8439	0,0000	0,1087	80,4533
285	Emdico SA	1414,787	0,0379	97,8818	0,0000	0,1080	80,7365
286	M. Suñer SA	1397,450	0,0374	97,9192	0,0000	0,1070	81,0198
287	M. Orejas SA	1393,198	0,0373	97,9565	0,0000	0,1071	81,3031
288	La Despensa	1391,572	0,0373	97,9938	0,0000	0,1073	81,5864
289	Cash Caracol	1386,570	0,0371	98,0309	0,0000	0,1073	81,8697
290	Mofesa SA	1358,881	0,0364	98,0673	0,0000	0,1055	82,1530
291	Cecilio Arev.	1324,922	0,0355	98,1028	0,0000	0,1032	82,4363
292	Supervolsa	1324,271	0,0355	98,1383	0,0000	0,1035	82,7195
293	Ecopac SL	1322,707	0,0354	98,1737	0,0000	0,1038	83,0028
294	Gabr.Manzan	1315,145	0,0352	98,2089	0,0000	0,1035	83,2861
295	Raf.Gcía.Mald	1299,288	0,0348	98,2437	0,0000	0,1026	83,5694
296	Sup. Felipe	1296,669	0,0347	98,2784	0,0000	0,1028	83,8527
297	AyF Cabanill.	1281,967	0,0343	98,3128	0,0000	0,1020	84,1360
298	Hij.Fco.Fruto	1277,083	0,0342	98,3470	0,0000	0,1019	84,4193
299	Domingo Grau	1265,665	0,0339	98,3808	0,0000	0,1013	84,7025
300	Broilers Sur	1252,381	0,0335	98,4144	0,0000	0,1006	84,9858
301	Tocin.S. José	1247,263	0,0334	98,4478	0,0000	0,1005	85,2691
302	Alfonso Pérez	1242,340	0,0333	98,4811	0,0000	0,1005	85,5524
303	Super 9 Gcía.	1238,568	0,0332	98,5142	0,0000	0,1005	85,8357
304	Sup.Aguilera	1234,299	0,0331	98,5473	0,0000	0,1005	86,1190
305	Directo SA	1219,649	0,0327	98,5799	0,0000	0,0996	86,4023
306	Iberica Legu	1214,377	0,0325	98,6125	0,0000	0,0995	86,6856
307	Francisco Cas	1212,988	0,0325	98,6449	0,0000	0,0997	86,9688
308	Super. Gelsa	1212,903	0,0325	98,6774	0,0000	0,1000	87,2521
309	Tobeco SA	1202,400	0,0322	98,7096	0,0000	0,0995	87,5354
310	Herm.Saaved	1200,443	0,0321	98,7418	0,0000	0,0997	87,8187
311	Super. Gijón	1198,676	0,0321	98,7739	0,0000	0,0998	88,1020

Anexo 1.1.: "Ranking" 1991

312	Sup. Tic Tac	1190,455	0,0319	98,8057	0,0000	0,0995	88,3853
313	Mopemar SL	1188,880	0,0318	98,8376	0,0000	0,0996	88,6686
314	Detall.Unidos	1173,011	0,0314	98,8690	0,0000	0,0986	88,9518
315	D.García Fdez	1162,367	0,0311	98,9001	0,0000	0,0980	89,2351
316	Cecoa SA	1161,715	0,0311	98,9312	0,0000	0,0983	89,5184
317	Adussa	1161,037	0,0311	98,9623	0,0000	0,0986	89,8017
318	Frilac SA	1151,662	0,0308	98,9932	0,0000	0,0981	90,0850
319	Ifa Española	1148,535	0,0308	99,0239	0,0000	0,0981	90,3683
320	Ekoama SL	1146,990	0,0307	99,0546	0,0000	0,0983	90,6516
321	Ecounión SA	1146,570	0,0307	99,0853	0,0000	0,0986	90,9348
322	Suc.Fernando	1145,940	0,0307	99,1160	0,0000	0,0988	91,2181
323	Merkaldía SA	1141,358	0,0306	99,1466	0,0000	0,0987	91,5014
324	Ecos Mancheg.	1118,050	0,0299	99,1765	0,0000	0,0970	91,7847
325	Lafuente Lor	1115,861	0,0299	99,2064	0,0000	0,0971	92,0680
326	Consorti P.A.	1113,101	0,0298	99,2362	0,0000	0,0972	92,3513
327	Sup. Cádiz	1111,599	0,0298	99,2660	0,0000	0,0973	92,6346
328	Super H.Gcía	1109,555	0,0297	99,2957	0,0000	0,0975	92,9178
329	Col.Albacete	1108,361	0,0297	99,3254	0,0000	0,0976	93,2011
330	Al.Ballester	1099,327	0,0294	99,3548	0,0000	0,0971	93,4844
331	Aut.Navarra	1098,171	0,0294	99,3842	0,0000	0,0973	93,7677
332	Rguez.Maestr	1096,472	0,0294	99,4136	0,0000	0,0975	94,0510
333	Al.Conquense	1092,293	0,0293	99,4428	0,0000	0,0974	94,3343
334	Sup. Rafa SA	1092,062	0,0292	99,4721	0,0000	0,0977	94,6176
335	L. de la Rosa	1091,215	0,0292	99,5013	0,0000	0,0979	94,9008
336	J.Bernabeu P	1079,658	0,0289	99,5302	0,0000	0,0971	95,1841
337	Moreno Gcía.	1072,713	0,0287	99,5589	0,0000	0,0968	95,4674
338	Dispar Uno	1072,220	0,0287	99,5876	0,0000	0,0970	95,7507
339	Sup. Valdés	1056,904	0,0283	99,6159	0,0000	0,0959	96,0340
340	C. Pontense	1056,294	0,0283	99,6442	0,0000	0,0962	96,3173
341	C. Nieto SA	1048,825	0,0281	99,6723	0,0000	0,0958	96,6006
342	Herm.Rguez	1046,606	0,0280	99,7003	0,0000	0,0959	96,8839
343	Valdivia Vélez	1045,234	0,0280	99,7283	0,0000	0,0960	97,1671
344	Dro.y P.Vicm.	1041,733	0,0279	99,7562	0,0000	0,0960	97,4504
345	Udaco SA	1040,550	0,0279	99,7841	0,0000	0,0961	97,7337
346	Ecomix SA	1031,989	0,0276	99,8117	0,0000	0,0956	98,0170
347	Granja Mari-	1028,057	0,0275	99,8393	0,0000	0,0955	98,3003
348	Super Amara	1023,300	0,0274	99,8667	0,0000	0,0954	98,5836
349	Mayoris.Asoc	1004,089	0,0269	99,8936	0,0000	0,0938	98,8669
350	S.Nueva Anda	1002,447	0,0268	99,9204	0,0000	0,0940	99,1501
351	Sum.Danena	993,633	0,0266	99,9470	0,0000	0,0934	99,4334
352	Sup. Beiró	992,744	0,0266	99,9736	0,0000	0,0936	99,7167
353	Excluib SA	986,289	0,0264	100	0,0000	0,0932	100
	TOTAL	3734304,267			0,0628	82,1276	

HH=0,062824306571701297 NEE=15,9174060896112134
HT=0,0121761739881657625 NEE=82,1276043666850996

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, IBD, 1993 y elaboración propia.

Anexo 1.2.: "Ranking" 1992

RK	EMPRESA	Vtas 92(mill)	Cuota mdo	R(i)	Cta cuad.	Cuota x i
1	Corte Inglés	770837	0,1778	17,7788	0,0316	0,1778
2	C.C.Pryca SA	439804	0,1014	27,9225	0,0103	0,2029
3	C.C.Continen	329929	0,0761	35,5321	0,0058	0,2283
4	Alcampo	242000	0,0558	41,1137	0,0031	0,2233
5	DIA SA	166909	0,0385	44,9633	0,0015	0,1925
6	Hipercor	151146	0,0349	48,4494	0,0012	0,2092
7	Mercadona SA	108330	0,0250	50,9479	0,0006	0,1749
8	Gal.Preciados	104870	0,0242	53,3667	0,0006	0,1935
9	Eroski S.Coop.	101500	0,0234	55,7077	0,0005	0,2107
10	Makro Aut.M.	84654	0,0195	57,6602	0,0004	0,1952
11	Simago SA	82900	0,0191	59,5722	0,0004	0,2103
12	Sup. Sabeco	70280	0,0162	61,1931	0,0003	0,1945
13	Aut. Caprabo	70085	0,0162	62,8096	0,0003	0,2101
14	Coaliment Gr.	59691	0,0138	64,1863	0,0002	0,1927
15	D.Giménez SA	41983	0,0097	65,1546	0,0001	0,1452
16	Consum S.C.	37853	0,0087	66,0277	0,0001	0,1397
17	Jobac SA	35145	0,0081	66,8383	0,0001	0,1378
18	Valvi SA	34434	0,0079	67,6325	0,0001	0,1430
19	Peñagrande	34200	0,0079	68,4213	0,0001	0,1499
20	Distop SA	29800	0,0069	69,1086	0,0000	0,1375
21	Miquel Alime	29546	0,0068	69,7900	0,0000	0,1431
22	Sagara SA	27900	0,0064	70,4335	0,0000	0,1416
23	D. Mercat SA	25100	0,0058	71,0124	0,0000	0,1331
24	G.Arbol Grel.	23611	0,0054	71,5570	0,0000	0,1307
25	Sup. Claudio	23300	0,0054	72,0944	0,0000	0,1343
26	Dismo SA	23065	0,0053	72,6264	0,0000	0,1383
27	D.A.Cobrerros	21904	0,0051	73,1316	0,0000	0,1364
28	Enaco SA	19000	0,0044	73,5698	0,0000	0,1227
29	S.Mas por Me	18600	0,0043	73,9988	0,0000	0,1244
30	Coperlim SC	16883	0,0039	74,3882	0,0000	0,1168
31	Francisco Mir	16128	0,0037	74,7602	0,0000	0,1153
32	Agrupac.Com.	15500	0,0036	75,1177	0,0000	0,1144
33	Digsa Villalba	15014	0,0035	75,4640	0,0000	0,1143
34	El Triunfo SA	14955	0,0034	75,8089	0,0000	0,1173
35	Al.Peninsular	14870	0,0034	76,1519	0,0000	0,1200
36	Ecore SA	14629	0,0034	76,4893	0,0000	0,1215
37	Hilario Osoro	14500	0,0033	76,8237	0,0000	0,1237
38	Sup.Cruz Ma.	14050	0,0032	77,1477	0,0000	0,1231
39	D.Oeste SA	13626	0,0031	77,4620	0,0000	0,1226
40	Jumbo Comer	13270	0,0031	77,7681	0,0000	0,1224
41	Cía.Alm.Dist.	13172	0,0030	78,0719	0,0000	0,1246
42	García León	13150	0,0030	78,3752	0,0000	0,1274
43	Digsa Castillo	13100	0,0030	78,6773	0,0000	0,1299
44	Luis Piña SA	12930	0,0030	78,9755	0,0000	0,1312
45	Calixto y Est.	12870	0,0030	79,2724	0,0000	0,1336
46	Gal.Primerro	12800	0,0030	79,5676	0,0000	0,1358
47	C.Jesumán	12600	0,0029	79,8582	0,0000	0,1366
48	Herm. Ayala	12550	0,0029	80,1477	0,0000	0,1389
49	D.Licor.Caste.	12400	0,0029	80,4337	0,0000	0,1401
50	Sebastián Fue	12350	0,0028	80,7185	0,0000	0,1424
51	Repón SA	12000	0,0028	80,9953	0,0000	0,1412

Anexo 1.2.: "Ranking" 1992

52	Coop.Covirán	11920	0,0027	81,2702	0,0000	0,1430
53	Bon Preu SA	11748	0,0027	81,5412	0,0000	0,1436
54	Expreso Com.	11730	0,0027	81,8117	0,0000	0,1461
55	Alm.Paquer	11500	0,0027	82,0770	0,0000	0,1459
56	Ventura G.P.	11200	0,0026	82,3353	0,0000	0,1447
57	S.Economics	11000	0,0025	82,5890	0,0000	0,1446
58	Tragoz SL	10978	0,0025	82,8422	0,0000	0,1469
59	Manuel Barea	10940	0,0025	83,0945	0,0000	0,1489
60	Alm.Mar y M.	10900	0,0025	83,3459	0,0000	0,1508
61	Maxor SA	10740	0,0025	83,5936	0,0000	0,1511
62	Alm.Gómez S.	10417	0,0024	83,8339	0,0000	0,1490
63	D. Froiz SA	10250	0,0024	84,0703	0,0000	0,1489
64	Alm. Casán	10213	0,0024	84,3058	0,0000	0,1508
65	Estab.Alfaro	9860	0,0023	84,5332	0,0000	0,1478
66	S.Hisp.Desar.	9761	0,0023	84,7584	0,0000	0,1486
67	Hiper-Valme	9614	0,0022	84,9801	0,0000	0,1486
68	Abeto SA	9540	0,0022	85,2002	0,0000	0,1496
69	Tojeiro Alim.	9480	0,0022	85,4188	0,0000	0,1509
70	D.Al.Sureste	9383	0,0022	85,6352	0,0000	0,1515
71	Ecoahorro SA	9236	0,0021	85,8482	0,0000	0,1512
72	Monsalbo SA	9229	0,0021	86,0611	0,0000	0,1533
73	Super. Dani	9200	0,0021	86,2733	0,0000	0,1549
74	Glez. Cabello	9129	0,0021	86,4838	0,0000	0,1558
75	Condal Alim.	8850	0,0020	86,6880	0,0000	0,1531
76	Pascual Herm	8800	0,0020	86,8909	0,0000	0,1543
77	AlvarezzyPire	8660	0,0020	87,0907	0,0000	0,1538
78	Socamp SA	8580	0,0020	87,2885	0,0000	0,1544
79	Adolfo Marin.	8500	0,0020	87,4846	0,0000	0,1549
80	Unidroco SA	8495	0,0020	87,6805	0,0000	0,1567
81	Sup.El Tibur.	8343	0,0019	87,8730	0,0000	0,1559
82	Cash Matos	8068	0,0019	88,0590	0,0000	0,1526
83	C.Rubio SA	7600	0,0018	88,2343	0,0000	0,1455
84	Gaybo SA	7500	0,0017	88,4073	0,0000	0,1453
85	Sup.y Autoser	7400	0,0017	88,5780	0,0000	0,1451
86	Sup. Alcosto	7350	0,0017	88,7475	0,0000	0,1458
87	Hiper.Reunid	7300	0,0017	88,9159	0,0000	0,1465
88	C. Escolá SL	7230	0,0017	89,0826	0,0000	0,1467
89	Hij.Ignacio T	7104	0,0016	89,2465	0,0000	0,1458
90	V.E.S. SA	7080	0,0016	89,4098	0,0000	0,1470
91	L. Rentero S.	6930	0,0016	89,5696	0,0000	0,1455
92	Vega Berisa	6849	0,0016	89,7276	0,0000	0,1453
93	D.Uribe SA	6825	0,0016	89,8850	0,0000	0,1464
94	Alm.C.Unidos	6736	0,0016	90,0403	0,0000	0,1460
95	Sumin. Alim.	6670	0,0015	90,1942	0,0000	0,1461
96	C.A.Malagueñ	6630	0,0015	90,3471	0,0000	0,1468
97	Prov. Amaya	6600	0,0015	90,4993	0,0000	0,1477
98	JM Berutich	6600	0,0015	90,6515	0,0000	0,1492
99	Sup.Alimenta	6550	0,0015	90,8026	0,0000	0,1496
100	Ecovol SA	6540	0,0015	90,9535	0,0000	0,1508
101	Pedro Ramón	6480	0,0015	91,1029	0,0000	0,1510
102	Cong.y Deriv.	6450	0,0015	91,2517	0,0000	0,1517
103	Orsueco SA	6407	0,0015	91,3995	0,0000	0,1522

Anexo 1.2.: "Ranking" 1992

104	Super.Pujol	6320	0,0015	91,5452	0,0000	0,1516
105	Supergran	6260	0,0014	91,6896	0,0000	0,1516
106	Super.Match	6250	0,0014	91,8338	0,0000	0,1528
107	Glez. y Cñfa.	6130	0,0014	91,9751	0,0000	0,1513
108	Hij.Timoteo	6116	0,0014	92,1162	0,0000	0,1523
109	Alm.Simón	6100	0,0014	92,2569	0,0000	0,1534
110	Alm. Arcos	5877	0,0014	92,3924	0,0000	0,1491
111	J.A. Recio	5800	0,0013	92,5262	0,0000	0,1485
112	D.Bosch Her.	5770	0,0013	92,6593	0,0000	0,1491
113	Col.Cruz SA	5770	0,0013	92,7924	0,0000	0,1504
114	C. Guzmán SL	5739	0,0013	92,9247	0,0000	0,1509
115	Caro Rúiz SA	5670	0,0013	93,0555	0,0000	0,1504
116	Villa Herman	5616	0,0013	93,1850	0,0000	0,1503
117	Ramirez Sant	5500	0,0013	93,3119	0,0000	0,1484
118	Sup. Seyca	5490	0,0013	93,4385	0,0000	0,1494
119	Bodegas Garc.	5470	0,0013	93,5647	0,0000	0,1501
120	Ignacio Cueva	5450	0,0013	93,6904	0,0000	0,1508
121	D.Los Puertos	5359	0,0012	93,8140	0,0000	0,1496
122	Trebol Center	5339	0,0012	93,9371	0,0000	0,1502
123	Al.Congelad.	5330	0,0012	94,0601	0,0000	0,1512
124	Malaquías M	5300	0,0012	94,1823	0,0000	0,1516
125	Merkal SA	5300	0,0012	94,3045	0,0000	0,1528
126	D. Sogorb SA	5288	0,0012	94,4265	0,0000	0,1537
127	Bide Onera V	5167	0,0012	94,5457	0,0000	0,1513
128	Un.Deta.Valle	5163	0,0012	94,6648	0,0000	0,1524
129	Playa Madrid	5150	0,0012	94,7835	0,0000	0,1532
130	Ctral.D.Sarri.	5090	0,0012	94,9009	0,0000	0,1526
131	Ctral.S.Canar.	4933	0,0011	95,0147	0,0000	0,1490
132	Alonso Hiper.	4882	0,0011	95,1273	0,0000	0,1486
133	C.Piedra Tru.	4855	0,0011	95,2393	0,0000	0,1489
134	Suc.Pedro S.	4850	0,0011	95,3511	0,0000	0,1499
135	Ekosa SA	4740	0,0011	95,4605	0,0000	0,1476
136	Nuevo Sist.C.	4700	0,0011	95,5689	0,0000	0,1474
137	Paulino Gcía.	4660	0,0011	95,6764	0,0000	0,1472
138	Javier Virto	4621	0,0011	95,7829	0,0000	0,1471
139	Super Stop	4613	0,0011	95,8893	0,0000	0,1479
140	Sagu SA	4600	0,0011	95,9954	0,0000	0,1485
141	Ancoso	4573	0,0011	96,1009	0,0000	0,1487
142	Licores Figue	4570	0,0011	96,2063	0,0000	0,1497
143	Sup. Gigante	4569	0,0011	96,3117	0,0000	0,1507
144	Murcia Andr	4550	0,0010	96,4166	0,0000	0,1511
145	Col. Pellicer	4517	0,0010	96,5208	0,0000	0,1511
146	Sup. Sánchez	4513	0,0010	96,6249	0,0000	0,1520
147	Cemetro SL	4500	0,0010	96,7287	0,0000	0,1526
148	Alm.Mérida	4487	0,0010	96,8322	0,0000	0,1532
149	Jumirsa	4470	0,0010	96,9353	0,0000	0,1536
150	Valles Preu	4433	0,0010	97,0375	0,0000	0,1534
151	Al.Diaz Mes.	4410	0,0010	97,1392	0,0000	0,1536
152	D.y C.Lasarte	4360	0,0010	97,2398	0,0000	0,1529
153	ITM Ibérica	4320	0,0010	97,3394	0,0000	0,1524
154	C. Oblanca SA	4200	0,0010	97,4363	0,0000	0,1492
155	EcoTeide SA	4167	0,0010	97,5324	0,0000	0,1490

Anexo 1.2.: "Ranking" 1992

156	Coop.Ind.Bod.	4160	0,0010	97,6283	0,0000	0,1497
157	Santiago Sur	4158	0,0010	97,7242	0,0000	0,1506
158	Coop. Valenci.	4155	0,0010	97,8201	0,0000	0,1514
159	Antonio Tab.	4080	0,0009	97,9142	0,0000	0,1496
160	Victor.Moldes	4060	0,0009	98,0078	0,0000	0,1498
161	Hiper Tambo	4030	0,0009	98,1008	0,0000	0,1496
162	Cia.Moderna	4012	0,0009	98,1933	0,0000	0,1499
163	Acosta	4000	0,0009	98,2856	0,0000	0,1504
164	Garcimar SA	3950	0,0009	98,3767	0,0000	0,1494
165	Frig.Morales	3940	0,0009	98,4675	0,0000	0,1499
166	C.Los Valeros	3922	0,0009	98,5580	0,0000	0,1502
167	Sup.Catalanes	3910	0,0009	98,6482	0,0000	0,1506
168	Sup. Torres	3890	0,0009	98,7379	0,0000	0,1507
169	Codroper SC	3850	0,0009	98,8267	0,0000	0,1501
170	Cabrero e Hi.	3850	0,0009	98,9155	0,0000	0,1510
171	Ind.Gadit.Frío	3841	0,0009	99,0041	0,0000	0,1515
172	Doroteo S.Ju.	3817	0,0009	99,0921	0,0000	0,1514
173	Carlos Díaz	3800	0,0009	99,1798	0,0000	0,1516
174	Cash Andaluc.	3787	0,0009	99,2671	0,0000	0,1520
175	A.Cardoso SA	3740	0,0009	99,3534	0,0000	0,1510
176	C.Martínez S.	3685	0,0008	99,4384	0,0000	0,1496
177	Glez. Peredo	3620	0,0008	99,5219	0,0000	0,1478
178	Vda.Miguel Ar	3612	0,0008	99,6052	0,0000	0,1483
179	J.Espinosa P	3611	0,0008	99,6884	0,0000	0,1491
180	Alimerka	3608	0,0008	99,7717	0,0000	0,1498
181	Consum.Agru.	3400	0,0008	99,8501	0,0000	0,1419
182	Saunisa SA	3300	0,0008	99,9262	0,0000	0,1385
183	SA Disbor	3200	0,0007	100,0000	0,0000	0,1351
	TOTAL	4335713	1,0000		0,0579	27,4293

Fuente: Fomento de la Producción, 1993 y elaboración propia.

Anexo 1.3.: "Ranking" 1993

RK	EMPRESA	Vtas93(mill)	Cuota	R(i)	Cta cuad.	Cuota x i	N°emp(%)
1	Corte Inglés	951819	18,1050	18,1050	0,0328	0,1811	0,3968
2	C.C.Pryca SA	482791	9,1834	27,2884	0,0084	0,1837	0,7937
3	C.C.Continen	373410	7,1028	34,3912	0,0050	0,2131	1,1905
4	Alcampo	253700	4,8258	39,2170	0,0023	0,1930	1,5873
5	Eroski S.Coop.	222485	4,2320	43,4490	0,0018	0,2116	1,9841
6	Hipercor	178578	3,3968	46,8458	0,0012	0,2038	2,3810
7	DIA SA	169739	3,2287	50,0745	0,0010	0,2260	2,7778
8	Mercadona SA	162140	3,0841	53,1587	0,0010	0,2467	3,1746
9	Gal.Preciados	92092	1,7517	54,9104	0,0003	0,1577	3,5714
10	Makro Aut.M.	85724	1,6306	56,5410	0,0003	0,1631	3,9683
11	Goasam	62757	1,1937	57,7347	0,0001	0,1313	4,3651
12	Simago SA	60000	1,1413	58,8760	0,0001	0,1370	4,7619
13	Unigro	58000	1,1032	59,9792	0,0001	0,1434	5,1587
14	Sup. Sabeco	54848	1,0433	61,0225	0,0001	0,1461	5,5556
15	Marco Ib.D.Ed	50193	0,9547	61,9773	0,0001	0,1432	5,9524
16	Aut. Caprabo	43412	0,8258	62,8030	0,0001	0,1321	6,3492
17	S.Gral.Esp.Librer.	37153	0,7067	63,5098	0,0000	0,1201	6,7460
18	Enaco	37015	0,7041	64,2138	0,0000	0,1267	7,1429
19	Gall.Dist.Aliment	34978	0,6653	64,8792	0,0000	0,1264	7,5397
20	Consum S.C.	32200	0,6125	65,4917	0,0000	0,1225	7,9365
21	Valvi SA	27500	0,5231	66,0147	0,0000	0,1098	8,3333
22	ALDEASA	25733	0,4895	66,5042	0,0000	0,1077	8,7302
23	Coalim.Granollers	25511	0,4853	66,9895	0,0000	0,1116	9,1270
24	D. Mercat SA	25445	0,4840	67,4735	0,0000	0,1162	9,5238
25	D.Aliment.Grand.E	24499	0,4660	67,9395	0,0000	0,1165	9,9206
26	Super.Match	23796	0,4526	68,3921	0,0000	0,1177	10,3175
27	Manuel Barea	23480	0,4466	68,8388	0,0000	0,1206	10,7143
28	Tragoz	23458	0,4462	69,2850	0,0000	0,1249	11,1111
29	Hilario Osoro	22169	0,4217	69,7067	0,0000	0,1223	11,5079
30	SYP	22000	0,4185	70,1251	0,0000	0,1255	11,9048
31	Super mas por men	21600	0,4109	70,5360	0,0000	0,1274	12,3016
32	Hnos.Ayala Sousa	20500	0,3899	70,9259	0,0000	0,1248	12,6984
33	Ecore	20015	0,3807	71,3066	0,0000	0,1256	13,0952
34	Ecovol	19000	0,3614	71,6681	0,0000	0,1229	13,4921
35	Izasa D.Técnicas	18900	0,3595	72,0276	0,0000	0,1258	13,8889
36	D.Alimen.Cobreross	18700	0,3557	72,3833	0,0000	0,1281	14,2857
37	Miquel Aliment.	18645	0,3547	72,7379	0,0000	0,1312	14,6825
38	Distop	18541	0,3527	73,0906	0,0000	0,1340	15,0794
39	Comercial Jesumar	18500	0,3519	73,4425	0,0000	0,1372	15,4762
40	Froiz	17800	0,3386	73,7811	0,0000	0,1354	15,8730
41	Dfz (Grudisa)	17500	0,3329	74,1140	0,0000	0,1365	16,2698
42	Super.Claudio	17493	0,3327	74,4467	0,0000	0,1398	16,6667
43	Francisco Miro	17300	0,3291	74,7758	0,0000	0,1415	17,0635
44	Alim.Peninsular	17000	0,3234	75,0991	0,0000	0,1423	17,4603
45	Super.Cruz Mayor	16862	0,3207	75,4199	0,0000	0,1443	17,8571
46	Hiperca	16600	0,3158	75,7356	0,0000	0,1452	18,2540
47	Unialco	15801	0,3006	76,0362	0,0000	0,1413	18,6508
48	Condal Aliment	15500	0,2948	76,3310	0,0000	0,1415	19,0476
49	Dist. del Oeste	15033	0,2860	76,6170	0,0000	0,1401	19,4444
50	Distr.Licorera Cast	15032	0,2859	76,9029	0,0000	0,1430	19,8413
51	Prenatal	14992	0,2852	77,1881	0,0000	0,1454	20,2381

Anexo 1.3.: "Ranking" 1993

52	Bon Preu	14658	0,2788	77,4669	0,0000	0,1450	20,6349
53	Paquer	14500	0,2758	77,7427	0,0000	0,1462	21,0317
54	Luis Piña	14500	0,2758	78,0185	0,0000	0,1489	21,4286
55	Maxor	14500	0,2758	78,2943	0,0000	0,1517	21,8254
56	Calixto y Est.	14300	0,2720	78,5663	0,0000	0,1523	22,2222
57	Abeto	14000	0,2663	78,8326	0,0000	0,1518	22,6190
58	Coperlim	13600	0,2587	79,0913	0,0000	0,1500	23,0159
59	Interpec Ibérica	13600	0,2587	79,3500	0,0000	0,1526	23,4127
60	Agrup. Comercial	13600	0,2587	79,6087	0,0000	0,1552	23,8095
61	Super. Alcosto	13000	0,2473	79,8560	0,0000	0,1508	24,2063
62	Glez. Cabello	12800	0,2435	80,0995	0,0000	0,1510	24,6032
63	Alm. Gómez Serran	12500	0,2378	80,3372	0,0000	0,1498	25,0000
64	El Triunfo	12460	0,2370	80,5742	0,0000	0,1517	25,3968
65	Supermercats Econ	12409	0,2360	80,8103	0,0000	0,1534	25,7937
66	Corpor.Servic.Logi	12000	0,2283	81,0385	0,0000	0,1507	26,1905
67	Cía.Almacen.Distr.	12000	0,2283	81,2668	0,0000	0,1529	26,5873
68	Lajo y Rguez.	11638	0,2214	81,4882	0,0000	0,1505	26,9841
69	Dist. Aliment. Sure	11619	0,2210	81,7092	0,0000	0,1525	27,3810
70	Intersport Soc.Coop	11500	0,2187	81,9279	0,0000	0,1531	27,7778
71	Dialsur	11200	0,2130	82,1410	0,0000	0,1513	28,1746
72	Sebastián de la Fue	11048	0,2101	82,3511	0,0000	0,1513	28,5714
73	Coviran	10790	0,2052	82,5564	0,0000	0,1498	28,9683
74	Gal.Primerio	10500	0,1997	82,7561	0,0000	0,1478	29,3651
75	Dumaya	10438	0,1985	82,9546	0,0000	0,1489	29,7619
76	Ecoahorro SA	10374	0,1973	83,1520	0,0000	0,1500	30,1587
77	Mosalbo	10300	0,1959	83,3479	0,0000	0,1509	30,5556
78	Jumbo Comercial	10218	0,1944	83,5422	0,0000	0,1516	30,9524
79	Supera	10001	0,1902	83,7325	0,0000	0,1503	31,3492
80	Grupo Hermanos M	10000	0,1902	83,9227	0,0000	0,1522	31,7460
81	Mant. Leonesas	9867	0,1877	84,1104	0,0000	0,1520	32,1429
82	Adolfo Marineto	9825	0,1869	84,2973	0,0000	0,1532	32,5397
83	Herdosan	9744	0,1853	84,4826	0,0000	0,1538	32,9365
84	Almacenes Mar y M	9707	0,1846	84,6672	0,0000	0,1551	33,3333
85	Expreso Comercial	9354	0,1779	84,8452	0,0000	0,1512	33,7302
86	Grupo Gilarranz-Hi	9314	0,1772	85,0223	0,0000	0,1524	34,1270
87	Grupo Dist. Editori	9221	0,1754	85,1977	0,0000	0,1526	34,5238
88	Frigicoll	9107	0,1732	85,3710	0,0000	0,1524	34,9206
89	Hiper Valme	9073	0,1726	85,5435	0,0000	0,1536	35,3175
90	Pamplona Distribuc	9000	0,1712	85,7147	0,0000	0,1541	35,7143
91	E.Martinavarro, S.A	9000	0,1712	85,8859	0,0000	0,1558	36,1111
92	Alimerca	8807	0,1675	86,0535	0,0000	0,1541	36,5079
93	Toribio y Alibio Ni	8500	0,1617	86,2151	0,0000	0,1504	36,9048
94	Grupo Corona Espa	8500	0,1617	86,3768	0,0000	0,1520	37,3016
95	V.E.S. SA	8500	0,1617	86,5385	0,0000	0,1536	37,6984
96	Coop.San Rafael	8300	0,1579	86,6964	0,0000	0,1516	38,0952
97	Unidroco	8200	0,1560	86,8524	0,0000	0,1513	38,4921
98	Distr. Uribe	8200	0,1560	87,0083	0,0000	0,1529	38,8889
99	Soc.Hisp.de Desarr	8143	0,1549	87,1632	0,0000	0,1533	39,2857
100	Pascual Hermanos	8020	0,1526	87,3158	0,0000	0,1526	39,6825
101	Dist. Disclub	8000	0,1522	87,4680	0,0000	0,1537	40,0794
102	Vega Berisa	8000	0,1522	87,6201	0,0000	0,1552	40,4762
103	Pdtos. Alim. Gama	7955	0,1513	87,7714	0,0000	0,1559	40,8730

Anexo 1.3.: "Ranking" 1993

104	Com. Alim. Malag	7800	0,1484	87,9198	0,0000	0,1543	41,2698
105	Estab. Alfaro	7772	0,1478	88,0676	0,0000	0,1552	41,6667
106	Super. Gigante	7500	0,1427	88,2103	0,0000	0,1512	42,0635
107	Ind. Kern Española	7500	0,1427	88,3530	0,0000	0,1526	42,4603
108	Super. Dani	7409	0,1409	88,4939	0,0000	0,1522	42,8571
109	Dist. Cardoso	7100	0,1351	88,6289	0,0000	0,1472	43,2540
110	Mercasa	7010	0,1333	88,7623	0,0000	0,1467	43,6508
111	Caro Rúa SA	7000	0,1332	88,8954	0,0000	0,1478	44,0476
112	Texas Instrum. Esp	6960	0,1324	89,0278	0,0000	0,1483	44,4444
113	Grupo Arca	6864	0,1306	89,1584	0,0000	0,1475	44,8413
114	Marks&Spencer Es	6800	0,1293	89,2877	0,0000	0,1475	45,2381
115	Com. Piedra Trujill	6570	0,1250	89,4127	0,0000	0,1437	45,6349
116	Cash Matos	6500	0,1236	89,5364	0,0000	0,1434	46,0317
117	Central Dist. Solan	6400	0,1217	89,6581	0,0000	0,1424	46,4286
118	Com. y Serv. Elect	6370	0,1212	89,7793	0,0000	0,1430	46,8254
119	Eurouni	6308	0,1200	89,8992	0,0000	0,1428	47,2222
120	Super. El Tiburón	6291	0,1197	90,0189	0,0000	0,1436	47,6190
121	Hiper.Reunidos	6200	0,1179	90,1368	0,0000	0,1427	48,0159
122	Superf. Aliment.	6125	0,1165	90,2533	0,0000	0,1421	48,4127
123	Almac. Simón	6100	0,1160	90,3694	0,0000	0,1427	48,8095
124	Super. Pujol	6062	0,1153	90,4847	0,0000	0,1430	49,2063
125	Comodisa	6005	0,1142	90,5989	0,0000	0,1428	49,6032
126	Ivarte	6000	0,1141	90,7130	0,0000	0,1438	50,0000
127	Com. Guzman	6000	0,1141	90,8272	0,0000	0,1449	50,3968
128	Hijos de Timoteo D	6000	0,1141	90,9413	0,0000	0,1461	50,7937
129	Juan Alberto Recio	6000	0,1141	91,0554	0,0000	0,1472	51,1905
130	Hijos de Ignacio Ta	5888	0,1120	91,1674	0,0000	0,1456	51,5873
131	Radio Castilla	5800	0,1103	91,2777	0,0000	0,1445	51,9841
132	Distac	5760	0,1096	91,3873	0,0000	0,1446	52,3810
133	Berutich Retailing	5757	0,1095	91,4968	0,0000	0,1456	52,7778
134	Centro Coop.Farma	5660	0,1077	91,6045	0,0000	0,1443	53,1746
135	Supermerc.Seyca	5610	0,1067	91,7112	0,0000	0,1441	53,5714
136	Alm. Simón	5500	0,1046	91,8158	0,0000	0,1423	53,9683
137	Provis. Amaya	5500	0,1046	91,9204	0,0000	0,1433	54,3651
138	Pedro Ramón	5300	0,1008	92,0212	0,0000	0,1391	54,7619
139	Trebol Center	5300	0,1008	92,1221	0,0000	0,1401	55,1587
140	Leroy & Marlin	5300	0,1008	92,2229	0,0000	0,1411	55,5556
141	Orsueco	5250	0,0999	92,3227	0,0000	0,1408	55,9524
142	Super. Alonso Alan	5212	0,0991	92,4219	0,0000	0,1408	56,3492
143	Coop. El Progreso	5200	0,0989	92,5208	0,0000	0,1414	56,7460
144	Hnos. Muñoz Torra	5152	0,0980	92,6188	0,0000	0,1411	57,1429
145	Acosta Mena	5127	0,0975	92,7163	0,0000	0,1414	57,5397
146	Ekosa	5100	0,0970	92,8133	0,0000	0,1416	57,9365
147	Fco. Navarro Ordo	5000	0,0951	92,9084	0,0000	0,1398	58,3333
148	Undeva	4976	0,0947	93,0031	0,0000	0,1401	58,7302
149	Ramirez Santos	4900	0,0932	93,0963	0,0000	0,1389	59,1270
150	Dist. Bosch Hnos.	4850	0,0923	93,1885	0,0000	0,1384	59,5238
151	Com. Escola	4850	0,0923	93,2808	0,0000	0,1393	59,9206
152	Cabrero e Hijos	4826	0,0918	93,3726	0,0000	0,1395	60,3175
153	Cencosu	4800	0,0913	93,4639	0,0000	0,1397	60,7143
154	Massimo Dutti	4800	0,0913	93,5552	0,0000	0,1406	61,1111
155	Galerías Tarragona	4800	0,0913	93,6465	0,0000	0,1415	61,5079

Anexo 1.3.: "Ranking" 1993

156	Supergram	4738	0,0901	93,7366	0,0000	0,1406	61,9048
157	Com.Ind.Hoyos S.A.	4500	0,0856	93,8222	0,0000	0,1344	62,3016
158	Junirsa	4500	0,0856	93,9078	0,0000	0,1352	62,6984
159	Super. Marcial	4450	0,0846	93,9925	0,0000	0,1346	63,0952
160	Socied. de compras	4430	0,0843	94,0767	0,0000	0,1348	63,4921
161	Super 9 García	4430	0,0843	94,1610	0,0000	0,1357	63,8889
162	Texas Hiperhogar	4400	0,0837	94,2447	0,0000	0,1356	64,2857
163	Super. Nekea	4350	0,0827	94,3274	0,0000	0,1349	64,6825
164	Gonzalez y cia.	4350	0,0827	94,4102	0,0000	0,1357	65,0794
165	Comerc. de electro	4330	0,0824	94,4925	0,0000	0,1359	65,4762
166	Coop. Alcosant	4293	0,0817	94,5742	0,0000	0,1356	65,8730
167	Credsa	4260	0,0810	94,6552	0,0000	0,1353	66,2698
168	Super Stop	4244	0,0807	94,7360	0,0000	0,1356	66,6667
169	Milano	4160	0,0791	94,8151	0,0000	0,1337	67,0635
170	Kapy	4100	0,0780	94,8931	0,0000	0,1326	67,4603
171	Super. Torres	4100	0,0780	94,9711	0,0000	0,1334	67,8571
172	Murcia Andrés Mes	4095	0,0779	95,0490	0,0000	0,1340	68,2540
173	Fajardo 7	4000	0,0761	95,1250	0,0000	0,1316	68,6508
174	Com. Martínez San	4000	0,0761	95,2011	0,0000	0,1324	69,0476
175	Cristian Lay	4000	0,0761	95,2772	0,0000	0,1332	69,4444
176	Malaquias Morales	4000	0,0761	95,3533	0,0000	0,1339	69,8413
177	Punta la Plata	4000	0,0761	95,4294	0,0000	0,1347	70,2381
178	González de Peredo	4000	0,0761	95,5055	0,0000	0,1354	70,6349
179	Colon. Pellicer	3952	0,0752	95,5806	0,0000	0,1346	71,0317
180	Succesors de Jeroni	3950	0,0751	95,6558	0,0000	0,1352	71,4286
181	Vego Supermerc.	3925	0,0747	95,7304	0,0000	0,1351	71,8254
182	Superm. Sanchez R	3900	0,0742	95,8046	0,0000	0,1350	72,2222
183	S.A. Disbor	3900	0,0742	95,8788	0,0000	0,1358	72,6190
184	Distr. Sogorb	3858	0,0734	95,9522	0,0000	0,1350	73,0159
185	Cemetro	3850	0,0732	96,0254	0,0000	0,1355	73,4127
186	Veyve	3845	0,0731	96,0986	0,0000	0,1360	73,8095
187	Suc.de Pedro Soria	3800	0,0723	96,1708	0,0000	0,1352	74,2063
188	Dielectro Galicia	3800	0,0723	96,2431	0,0000	0,1359	74,6032
189	Dist. Quelle	3800	0,0723	96,3154	0,0000	0,1366	75,0000
190	Alim. Diaz Meson	3765	0,0716	96,3870	0,0000	0,1361	75,3968
191	Schlecker	3700	0,0704	96,4574	0,0000	0,1344	75,7937
192	Alonso Hipercas	3650	0,0694	96,5268	0,0000	0,1333	76,1905
193	Roman García Rom	3650	0,0694	96,5963	0,0000	0,1340	76,5873
194	Vicente Alonso	3650	0,0694	96,6657	0,0000	0,1347	76,9841
195	Conaco	3600	0,0685	96,7342	0,0000	0,1335	77,3810
196	Centros Com. Gijón	3564	0,0678	96,8020	0,0000	0,1329	77,7778
197	Dist. de los Puertos	3500	0,0666	96,8685	0,0000	0,1312	78,1746
198	Feria	3500	0,0666	96,9351	0,0000	0,1318	78,5714
199	Juan Fornes Fornes	3500	0,0666	97,0017	0,0000	0,1325	78,9683
200	Central Dist.Sarrio	3435	0,0653	97,0670	0,0000	0,1307	79,3651
201	Julian Gomez Pand	3427	0,0652	97,1322	0,0000	0,1310	79,7619
202	Almac. Gavira	3425	0,0651	97,1974	0,0000	0,1316	80,1587
203	Ancoso	3400	0,0647	97,2620	0,0000	0,1313	80,5556
204	Ignacio de las Cuev	3400	0,0647	97,3267	0,0000	0,1319	80,9524
205	Coop.Detall.Drogu	3400	0,0647	97,3914	0,0000	0,1326	81,3492
206	Bide Onera Vasca	3397	0,0646	97,4560	0,0000	0,1331	81,7460
207	Hiper Manacor	3372	0,0641	97,5201	0,0000	0,1328	82,1429

Anexo 1.3.: "Ranking" 1993

208	Miguel Aguilar	3325	0,0632	97,5834	0,0000	0,1316	82,5397
209	Hijos de Luis Rdgu	3301	0,0628	97,6462	0,0000	0,1312	82,9365
210	Bernabeu Pic	3300	0,0628	97,7089	0,0000	0,1318	83,3333
211	Superm. Ceal	3250	0,0618	97,7708	0,0000	0,1304	83,7302
212	Mercamadrid	3231	0,0615	97,8322	0,0000	0,1303	84,1270
213	Central Borne Arqu	3224	0,0613	97,8935	0,0000	0,1306	84,5238
214	Coop.San Miguel B	3219	0,0612	97,9548	0,0000	0,1310	84,9206
215	El Astorgano	3200	0,0609	98,0156	0,0000	0,1309	85,3175
216	Coop. Coindroper	3200	0,0609	98,0765	0,0000	0,1315	85,7143
217	Autoser. Aundía	3200	0,0609	98,1374	0,0000	0,1321	86,1111
218	Mercarojas	3200	0,0609	98,1982	0,0000	0,1327	86,5079
219	Superm. Tan Tan	3103	0,0590	98,2573	0,0000	0,1293	86,9048
220	Romen	3100	0,0590	98,3162	0,0000	0,1297	87,3016
221	Excluib	3100	0,0590	98,3752	0,0000	0,1303	87,6984
222	Victoriano Moldes	3100	0,0590	98,4342	0,0000	0,1309	88,0952
223	Curiel y Díaz	3081	0,0586	98,4928	0,0000	0,1307	88,4921
224	Torres y Saez	3061	0,0582	98,5510	0,0000	0,1304	88,8889
225	Comerbal	3025	0,0575	98,6085	0,0000	0,1295	89,2857
226	Ecoteide	3020	0,0574	98,6660	0,0000	0,1298	89,6825
227	Bodegas García	3000	0,0571	98,7230	0,0000	0,1295	90,0794
228	Cash Andalucía	3000	0,0571	98,7801	0,0000	0,1301	90,4762
229	Supermax	3000	0,0571	98,8372	0,0000	0,1307	90,8730
230	Cash Lazo	3000	0,0571	98,8942	0,0000	0,1312	91,2698
231	Mant Garc.Varela	3000	0,0571	98,9513	0,0000	0,1318	91,6667
232	Autoserv. Prat	3000	0,0571	99,0084	0,0000	0,1324	92,0635
233	Sagu	3000	0,0571	99,0654	0,0000	0,1330	92,4603
234	Norel	3000	0,0571	99,1225	0,0000	0,1335	92,8571
235	Granjas Reunidas N	3000	0,0571	99,1796	0,0000	0,1341	93,2540
236	S.A.Gestora de Eco	2922	0,0556	99,2351	0,0000	0,1312	93,6508
237	Centro Com. Fuenl	2897	0,0551	99,2903	0,0000	0,1306	94,0476
238	Superm. Llobet	2803	0,0533	99,3436	0,0000	0,1269	94,4444
239	Sepu	2800	0,0533	99,3968	0,0000	0,1273	94,8413
240	M.B. Gigante	2800	0,0533	99,4501	0,0000	0,1278	95,2381
241	Comercial Maheso	2789	0,0531	99,5031	0,0000	0,1279	95,6349
242	Comercial Los Val	2673	0,0508	99,5540	0,0000	0,1230	96,0317
243	Moya Saus e Hijos	2630	0,0500	99,6040	0,0000	0,1216	96,4286
244	Paulino García	2500	0,0476	99,6516	0,0000	0,1160	96,8254
245	Resopal	2500	0,0476	99,6991	0,0000	0,1165	97,2222
246	Doroteo San Juan	2400	0,0457	99,7448	0,0000	0,1123	97,6190
247	Claudio Moreno y	2359	0,0449	99,7896	0,0000	0,1108	98,0159
248	Querol	2300	0,0437	99,8334	0,0000	0,1085	98,4127
249	Jose Gutierrez	2290	0,0436	99,8769	0,0000	0,1085	98,8095
250	Com.Ibérica de Exc	2200	0,0418	99,9188	0,0000	0,1046	99,2063
251	Coop.Secuc de Gui	2141	0,0407	99,9595	0,0000	0,1022	99,6032
252	Mercados de abaste	2128	0,0405	100,0000	0,0000	0,1020	100,0000
	TOTAL	5257210			0,0557	69,7261	

Fuente: Nueva Empresa, 1994 y elaboración propia.

Anexo 1.4.: Curvas de Lorenz (Concentración)

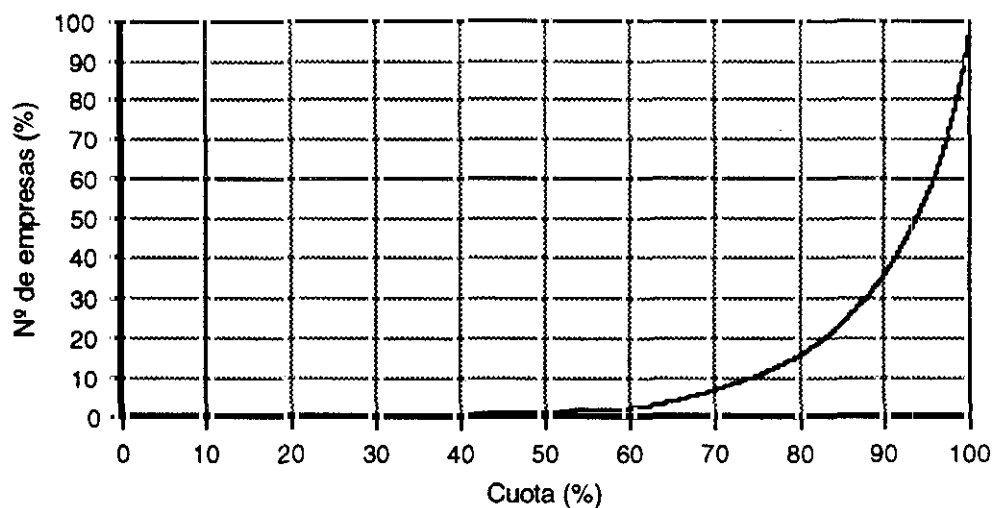


Gráfico A: Concentración 1991.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, IBD, 1993 y elaboración propia.

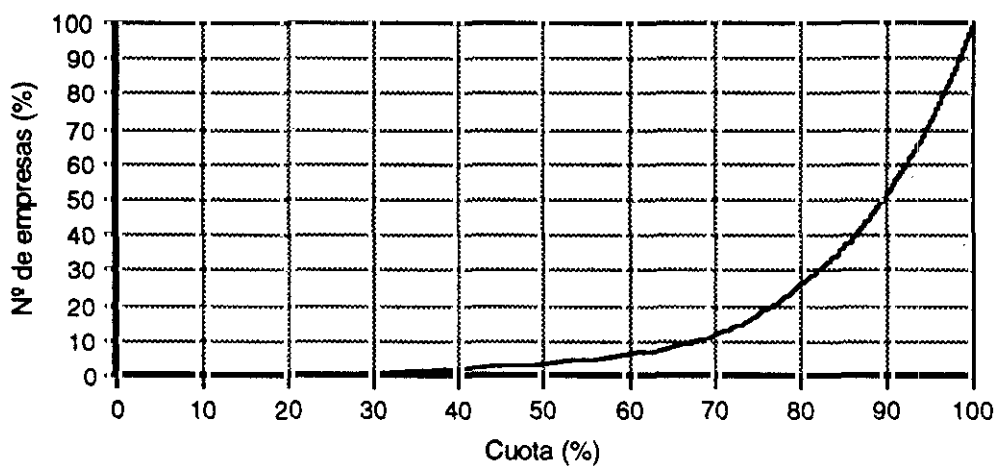


Gráfico B: Concentración 1992.

Fuente: Fomento de la Producción, 1993 y elaboración propia.

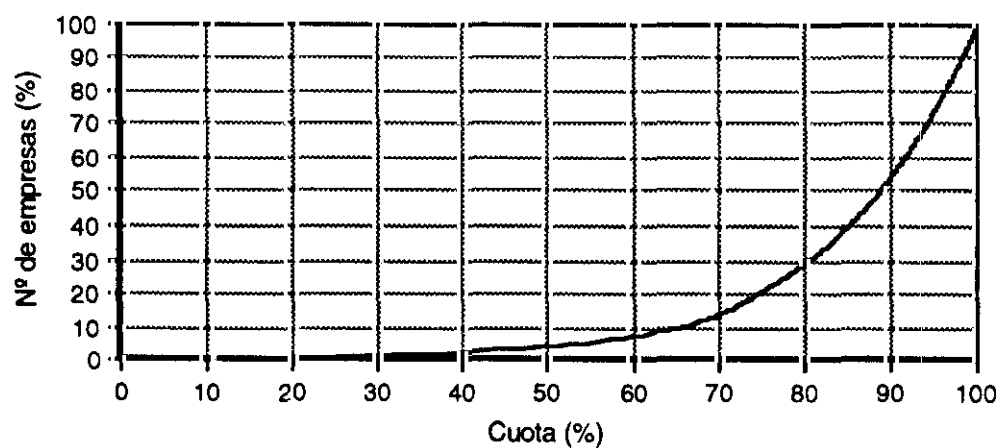


Gráfico C: Concentración 1993.

Fuente: Fomento de la Producción, 1994 y elaboración propia.

Anexo 1.4.: Curvas de Lorenz (Concentración)

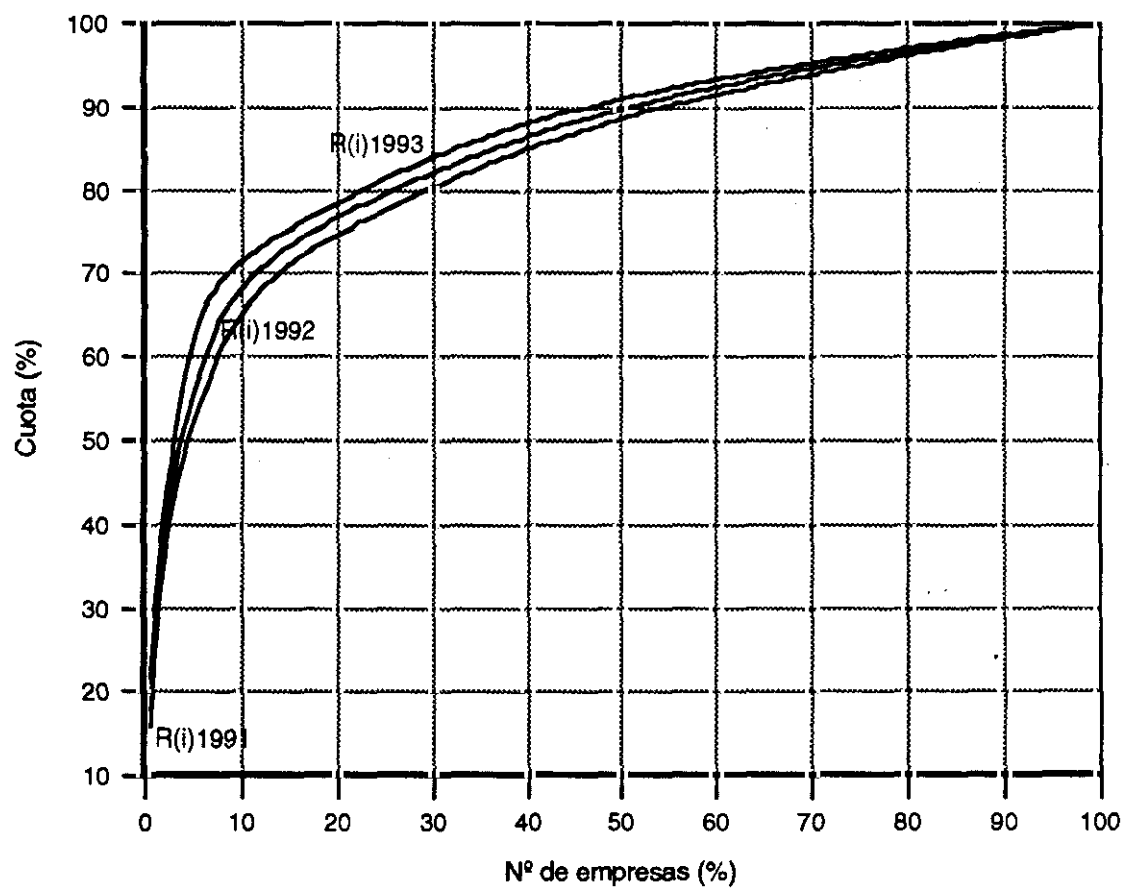


Grafico D: Concentración 1991-1992-1993.

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, IBD, 1993; Fomento de la Producción, 1993 y 1994; y elaboración propia.

Anexo 1.5.: "Ranking" de 31 empresas, 1989

RK	EMPRESA	Vtas 89 (M)	Cuota (%)	Ri (%)	Cta cuad.	Cuota x i	N° emp.
1	Corte Inglés	571708	26,8619	26,8619	0,0722	0,2686	3,2258
2	C.C.Pryca SA	256299	12,0423	38,9042	0,0145	0,2408	6,4516
3	C.C.Continen	184000	8,6453	47,5495	0,0075	0,2594	9,6774
4	Alcampo	143430	6,7391	54,2886	0,0045	0,2696	12,9032
5	Mercadona SA	107100	5,0321	59,3207	0,0025	0,2516	16,1290
6	Gal.Preciados	105000	4,9335	64,2542	0,0024	0,2960	19,3548
7	Hipercor	92000	4,3227	68,5769	0,0019	0,3026	22,5806
8	Eroski S.Coop.	59945	2,8165	71,3934	0,0008	0,2253	25,8065
9	DIRSA	58491	2,7482	74,1416	0,0008	0,2473	29,0323
10	Simago SA	58385	2,7432	76,8849	0,0008	0,2743	32,2581
11	DIASA	49000	2,3023	79,1871	0,0005	0,2533	35,4839
12	Makro Aut.M.	48529	2,2802	81,4673	0,0005	0,2736	38,7097
13	Cortefiel	38000	1,7854	83,2527	0,0003	0,2321	41,9355
14	DIGSA	37190	1,7474	85,0001	0,0003	0,2446	45,1613
15	MERCASA	35000	1,6445	86,6446	0,0003	0,2467	48,3871
16	Coalim.Granollers	28500	1,3391	87,9837	0,0002	0,2143	51,6129
17	IVECO	26662	1,2527	89,2364	0,0002	0,2130	54,8387
18	Sup. Sabeco	26451	1,2428	90,4792	0,0002	0,2237	58,0645
19	Gall.Dist.Aliment	19451	0,9139	91,3931	0,0001	0,1736	61,2903
20	GRUMA	19344	0,9089	92,3020	0,0001	0,1818	64,5161
21	Jobac	17500	0,8222	93,1243	0,0001	0,1727	67,7419
22	Peñagrande	17221	0,8091	93,9334	0,0001	0,1780	70,9677
23	Valvi SA	16512	0,7758	94,7092	0,0001	0,1784	74,1935
24	Jumbo Comercial	16409	0,7710	95,4802	0,0001	0,1850	77,4194
25	Aut. Caprabo	16261	0,7640	96,2442	0,0001	0,1910	80,6452
26	Sagara, SA	15893	0,7467	96,9910	0,0001	0,1942	83,8710
27	Manuel Barea	15800	0,7424	97,7333	0,0001	0,2004	87,0968
28	ALDEASA	15735	0,7393	98,4726	0,0001	0,2070	90,3226
29	Ahorra Mas	15000	0,7048	99,1774	0,0000	0,2044	93,5484
30	Lajo y Rguez.	14549	0,6836	99,8610	0,0000	0,2051	96,7742
31	Lucta	2958	0,1390	100,0000	0,0000	0,0431	100,0000
	TOTAL	2128323	100,0000		0,1110	6,8515	

HHI=0,110985607731778256

NEE=9,01017726926112313

HTI= 0,0787214222743006719

NEE=12,703022520547868

Fuente: Mercado, 1990.

Anexo 1.6.: "Ranking" de 33 empresas, 1991

RK	EMPRESA	Vtas 91 (M)	Cuota (%)	Ri (%)	Cta cuad.	Cuota x i	Nº emp.
1	Corte Inglés	956282	30,4293	30,4293	0,0926	0,3043	2,8571
2	C.C.Pryca SA	364615	11,6022	42,0315	0,0135	0,2320	5,7143
3	C.C.Continen	270000	8,5915	50,6230	0,0074	0,2577	8,5714
4	Alcampo	217000	6,9050	57,5280	0,0048	0,2762	11,4286
5	Mercadona SA	190000	6,0459	63,5739	0,0037	0,3023	14,2857
6	Hipercor	149925	4,7707	68,3446	0,0023	0,2862	17,1429
7	DIASA	120000	3,8184	72,1630	0,0015	0,2673	20,0000
8	Gal.Preciados	105000	3,3411	75,5042	0,0011	0,2673	22,8571
9	Eroski S.Coop.	86427	2,7501	78,2543	0,0008	0,2475	25,7143
10	Makro Aut.M.	76800	2,4438	80,6981	0,0006	0,2444	28,5714
11	Simago SA	73000	2,3229	83,0210	0,0005	0,2555	31,4286
12	DIGSA	65491	2,0840	85,1050	0,0004	0,2501	34,2857
13	Cortefiel	42901	1,3651	86,4701	0,0002	0,1775	37,1429
14	GRUMA	41800	1,3301	87,8002	0,0002	0,1862	40,0000
15	Sup. Sabeco	38492	1,2248	89,0250	0,0002	0,1837	42,8571
16	Aut. Caprabo	27307	0,8689	89,8940	0,0001	0,1390	45,7143
17	Gall.Dist.Aliment	25300	0,8051	90,6990	0,0001	0,1369	48,5714
18	Coalim.Granollers	25000	0,7955	91,4945	0,0001	0,1432	51,4286
19	D.Giménez SA	24041	0,7650	92,2595	0,0001	0,1453	54,2857
20	Jobac	23500	0,7478	93,0073	0,0001	0,1496	57,1429
21	Consum S.C.	23219	0,7388	93,7461	0,0001	0,1552	60,0000
22	Valvi SA	21700	0,6905	94,4366	0,0000	0,1519	62,8571
23	Manuel Barea	20301	0,6460	95,0826	0,0000	0,1486	65,7143
24	Peflagrande	20086	0,6391	95,7218	0,0000	0,1534	68,5714
25	Distop SA	19023	0,6053	96,3271	0,0000	0,1513	71,4286
26	ALDEASA	18851	0,5998	96,9269	0,0000	0,1560	74,2857
27	Sagara, SA	18300	0,5823	97,5092	0,0000	0,1572	77,1429
28	Miquel Alime	15481	0,4926	98,0018	0,0000	0,1379	80,0000
29	D. Mercat SA	15000	0,4773	98,4791	0,0000	0,1384	82,8571
30	Lajo y Rguez.	13705	0,4361	98,9152	0,0000	0,1308	85,7143
31	Ahorra Mas	12500	0,3978	99,3130	0,0000	0,1233	88,5714
32	Jumbo Comercial	10888	0,3465	99,6595	0,0000	0,1109	91,4286
33	MERCASA	10702	0,3405	100	0,0000	0,1124	94,2857
34	DIRSA				0,0000	0,0000	97,1429
35	IVECO				0,0000	0,0000	100,0000
	TOTAL	3142636,68	100,0000		0,1303	6,2796	

IHH=0,130265823299166389

NEE=7,676610600336944

ITH=0,0865118988523224961

NEE=11,5591035830460682

Fuente: Actualidad Económica, 1992.

Anexo 1.7.: "Ranking" de 33 empresas, 1992

RK	EMPRESA	Vtas 92 (M)	Cuota (%)	Ri (%)	Cta cuad.	Cuota x i	Nº emp.
1	Corte Inglés	770837	22,7921	22,7921	0,0519	0,2279	2,7778
2	C.C.Pryca SA	439804	13,0041	35,7962	0,0169	0,2601	5,5556
3	C.C.Continen	329929	9,7553	45,5516	0,0095	0,2927	8,3333
4	Alcampo	242000	7,1555	52,7070	0,0051	0,2862	11,1111
5	DIASA	166909	4,9352	57,6422	0,0024	0,2468	13,8889
6	Hipercor	151146	4,4691	62,1113	0,0020	0,2681	16,6667
7	Mercadona SA	108330	3,2031	65,3144	0,0010	0,2242	19,4444
8	Gal.Preciados	104870	3,1008	68,4151	0,0010	0,2481	22,2222
9	Eroski S.Coop.	101500	3,0012	71,4163	0,0009	0,2701	25,0000
10	Makro Aut.M.	84654	2,5030	73,9193	0,0006	0,2503	27,7778
11	Simago SA	82900	2,4512	76,3705	0,0006	0,2696	30,5556
12	Sup. Sabeco	70280	2,0780	78,4486	0,0004	0,2494	33,3333
13	Aut. Caprabo	70085	2,0723	80,5208	0,0004	0,2694	36,1111
14	GRUMA	70085	2,0723	82,5931	0,0004	0,2901	38,8889
15	Coalim.Granollers	59691	1,7649	84,3581	0,0003	0,2647	41,6667
16	DIRSA	43201	1,2774	85,6354	0,0002	0,2044	44,4444
17	D.Giménez SA	41983	1,2414	86,8768	0,0002	0,2110	47,2222
18	MERCO	40000	1,1827	88,0595	0,0001	0,2129	50,0000
19	Consum S.C.	37853	1,1192	89,1787	0,0001	0,2127	52,7778
20	Jobac	35145	1,0392	90,2179	0,0001	0,2078	55,5556
21	Valvi SA	34434	1,0181	91,2360	0,0001	0,2138	58,3333
22	Peflagrande	34200	1,0112	92,2473	0,0001	0,2225	61,1111
23	Cortefiel	33629	0,9943	93,2416	0,0001	0,2287	63,8889
24	Distop SA	29800	0,8811	94,1227	0,0001	0,2115	66,6667
25	Miquel Alime	29546	0,8736	94,9964	0,0001	0,2184	69,4444
26	Gall.Dist.Aliment	28700	0,8486	95,8450	0,0001	0,2206	72,2222
27	DIGSA	28114	0,8313	96,6762	0,0001	0,2244	75,0000
28	Sagara, SA	27900	0,8249	97,5012	0,0001	0,2310	77,7778
29	D. Mercat SA	25100	0,7422	98,2433	0,0001	0,2152	80,5556
30	ALDEASA	23201	0,6860	98,9293	0,0000	0,2058	83,3333
31	Jumbo Comercial	13270	0,3924	99,3217	0,0000	0,1216	86,1111
32	Ahorra Mas	12000	0,3548	99,6765	0,0000	0,1135	88,8889
33	Manuel Barea	10940	0,3235	100,0000	0,0000	0,1067	91,6667
34	Lucta		0,0000				94,4444
35	Lajo y Rguez.		0,0000				97,2222
36	IVECO		0,0000				100,0000
	TOTAL	3382036	100,0000		0,0951	7,5004	

HHI=0,095144876161335523

NEE=10,5102874725940814

HTI=0,0714247217633330077

NEE=14,0007545750547895

Fuente: Fomento de la Producción, 1993.

Anexo 1.8.: "Ranking" de 29 empresas, 1993

RK	EMPRESA	Vtas 93 (M)	Cuota (%)	Ri (%)	Cta cuad.	Cuota x i	Nº emp.
1	Corte Inglés	757391	22,0402	22,0402	0,0486	0,2204	2,7778
2	C.C.Pryca SA	482791	14,0493	36,0894	0,0197	0,2810	5,5556
3	C.C.Continen	339100	9,8678	45,9573	0,0097	0,2960	8,3333
4	Alcampo	253700	7,3827	53,3400	0,0055	0,2953	11,1111
5	DIASA	180632	5,2564	58,5964	0,0028	0,2628	13,8889
6	Hipercor	162140	4,7183	63,3147	0,0022	0,2831	16,6667
7	Mercadona SA	130000	3,7830	67,0977	0,0014	0,2648	19,4444
8	Gal.Preciados	122180	3,5555	70,6531	0,0013	0,2844	22,2222
9	Eroski S.Coop.	91350	2,6583	73,3114	0,0007	0,2392	25,0000
10	Makro Aut.M.	88800	2,5841	75,8955	0,0007	0,2584	27,7778
11	Simago SA	85724	2,4946	78,3901	0,0006	0,2744	30,5556
12	Sup. Sabeco	81345	2,3671	80,7572	0,0006	0,2841	33,3333
13	Aut. Caprabo	72000	2,0952	82,8524	0,0004	0,2724	36,1111
14	Coalim.Granollers	58800	1,7111	84,5635	0,0003	0,2396	38,8889
15	D.Giménez SA	58000	1,6878	86,2513	0,0003	0,2532	41,6667
16	Consum S.C.	54220	1,5778	87,8291	0,0002	0,2524	44,4444
17	Jobac	47740	1,3892	89,2184	0,0002	0,2362	47,2222
18	Cortefiel	47479	1,3816	90,6000	0,0002	0,2487	50,0000
19	Valvi SA	45360	1,3200	91,9200	0,0002	0,2508	52,7778
20	Pefiagrande	44360	1,2909	93,2109	0,0002	0,2582	55,5556
21	Distop SA	43412	1,2633	94,4742	0,0002	0,2653	58,3333
22	Miquel Alime	37500	1,0913	95,5654	0,0001	0,2401	61,1111
23	Sagara, SA	34978	1,0179	96,5833	0,0001	0,2341	63,8889
24	D. Mercat SA	30896	0,8991	97,4824	0,0001	0,2158	66,6667
25	ALDEASA	25671	0,7470	98,2294	0,0001	0,1868	69,4444
26	DIGSA	18645	0,5426	98,7720	0,0000	0,1411	72,2222
27	Jumbo Comercial	15800	0,4598	99,2318	0,0000	0,1241	75,0000
28	Ahorra Mas	13500	0,3929	99,6246	0,0000	0,1100	77,7778
29	Manuel Barea	12900	0,3754	100	0,0000	0,1089	80,5556
30	Lajo y Rguez.						83,3333
31	DIRSA						86,1111
32	GRUMA						88,8889
33	Lucta						91,6667
34	MERCASA						94,4444
35	Gall.Dist.Aliment						97,2222
36	IVECO						100,0000
	TOTAL	3436414	100,0000		0,0963	6,8815	0,0000

HHI=0,0963337566303455488

NEE=10,3805772242146289

HTI= 0,078351695350588

NEE=12,7629656962170449

Fuente: Fomento de la Producción, 1994.

Anexo 1.9.: "Ranking" de 70 empresas, 1994

RK	EMPRESA	Vtas 94 (M)	Cuota (%)	Ri (%)	Cta cuad.	Cuota x i	N° emp.
1	Corte Inglés	975168	24,9504	24,9504	0,0623	0,2495	2,7778
2	C.C.Pryca SA	520283	13,3118	38,2622	0,0177	0,2662	5,5556
3	C.C.Continente	430000	11,0019	49,2640	0,0121	0,3301	8,3333
4	Alcampo	273500	6,9977	56,2617	0,0049	0,2799	11,1111
5	Eroski S.Coop.	259967	6,6514	62,9131	0,0044	0,3326	13,8889
6	Mercadona SA	192000	4,9125	67,8256	0,0024	0,2947	16,6667
7	DIA, SA	191595	4,9021	72,7277	0,0024	0,3431	19,4444
8	Makro Aut.M.	92217	2,3594	75,0871	0,0006	0,1888	22,2222
9	UNIDE	84788	2,1694	77,2565	0,0005	0,1952	25,0000
10	Gal.Preciados	84042	2,1503	79,4068	0,0005	0,2150	27,7778
11	Sup. Sabeco	66879	1,7111	81,1179	0,0003	0,1882	30,5556
12	Grupo UNIGRO	64720	1,6559	82,7738	0,0003	0,1987	33,3333
13	Simago SA	55000	1,4072	84,1810	0,0002	0,1829	36,1111
14	Aut. Caprabo	52730	1,3491	85,5302	0,0002	0,1889	38,8889
15	Cortefiel	50226	1,2851	86,8152	0,0002	0,1928	41,6667
16	GADISA	40000	1,0234	87,8387	0,0001	0,1637	44,4444
17	Enaco	37020	0,9472	88,7858	0,0001	0,1610	47,2222
18	ALDEASA	29992	0,7674	89,5532	0,0001	0,1381	50,0000
19	G. Pan de Azucar	28983	0,7416	90,2948	0,0001	0,1409	52,7778
20	Valvi SA	27700	0,7087	91,0035	0,0001	0,1417	55,5556
21	Manuel Barea	27280	0,6980	91,7015	0,0000	0,1466	58,3333
22	Dagesa	27079	0,6928	92,3943	0,0000	0,1524	61,1111
23	Coalim.Granollers	26759	0,6846	93,0789	0,0000	0,1575	63,8889
24	Ecore	25500	0,6524	93,7314	0,0000	0,1566	66,6667
25	Fco. Miró	23500	0,6013	94,3326	0,0000	0,1503	69,4444
26	Cruz Mayor	23500	0,6013	94,9339	0,0000	0,1563	72,2222
27	Froiz	23107	0,5912	95,5251	0,0000	0,1596	75,0000
28	Hilario Osoro	22522	0,5762	96,1014	0,0000	0,1613	77,7778
29	D. Mercat SA	20764	0,5313	96,6326	0,0000	0,1541	80,5556
30	Grupo Díaz	20000	0,5117	97,1443	0,0000	0,1535	83,3333
31	Dialco	19657	0,5029	97,6473	0,0000	0,1559	86,1111
32	Grupo Match	18700	0,4785	98,1257	0,0000	0,1531	88,8889
33	Distop SA	18500	0,4733	98,5991	0,0000	0,1562	91,6667
34	Supermerc.Claudio	18450	0,4721	99,0711	0,0000	0,1605	94,4444
35	Superm. Al Costo	18305	0,4683	99,5395	0,0000	0,1639	97,2222
36	Sup. Más por Menos	18000	0,4605	100,0000	0,0000	0,1658	100,0000
36	TOTAL	3908433	100,0000		0,1097	6,89592274	100,0000

HHI=0,109691195406919169

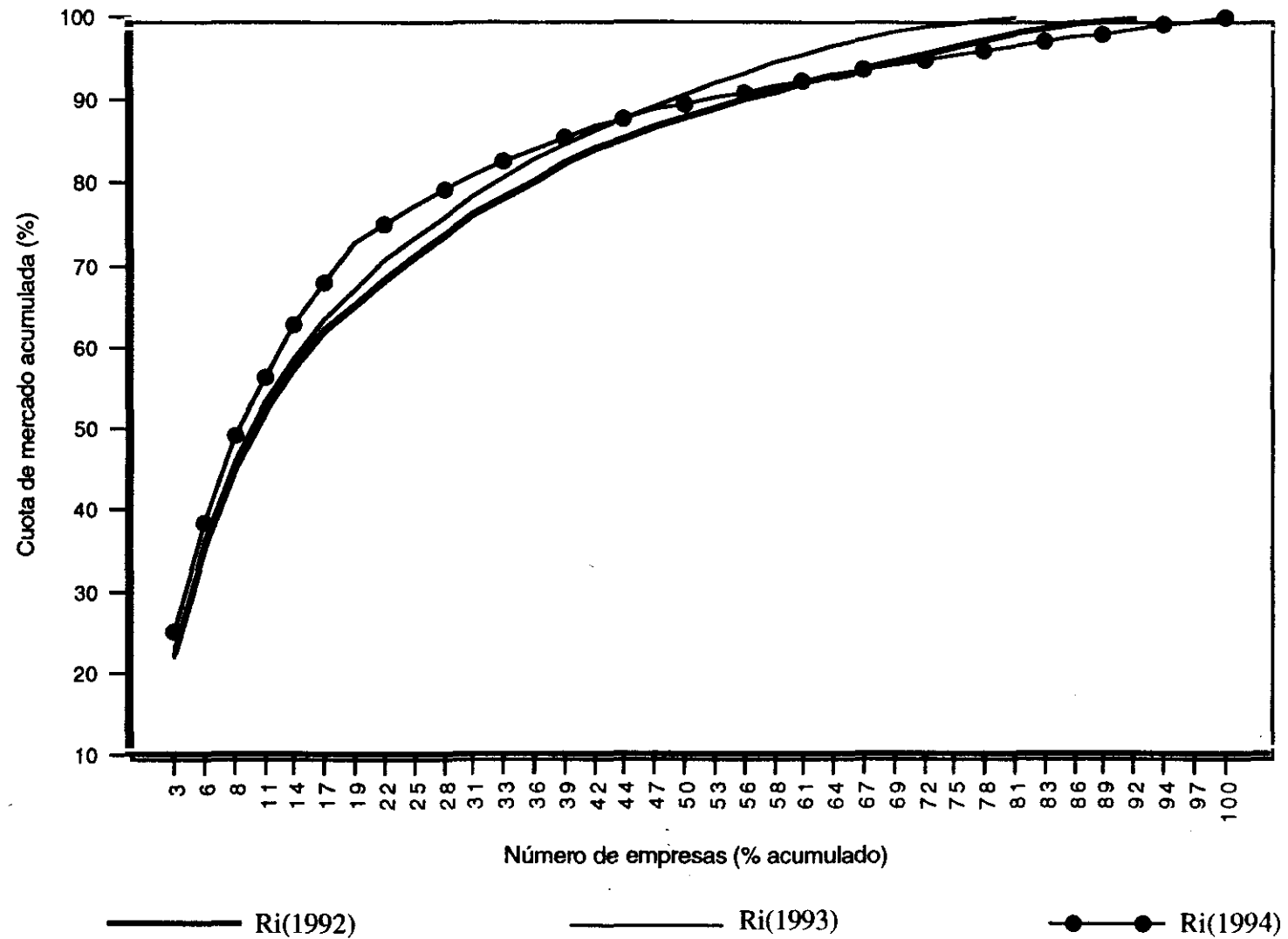
NEE=9,11650197894480583

HTI=0,0781748029760178555

NEE=12,7918454787378983

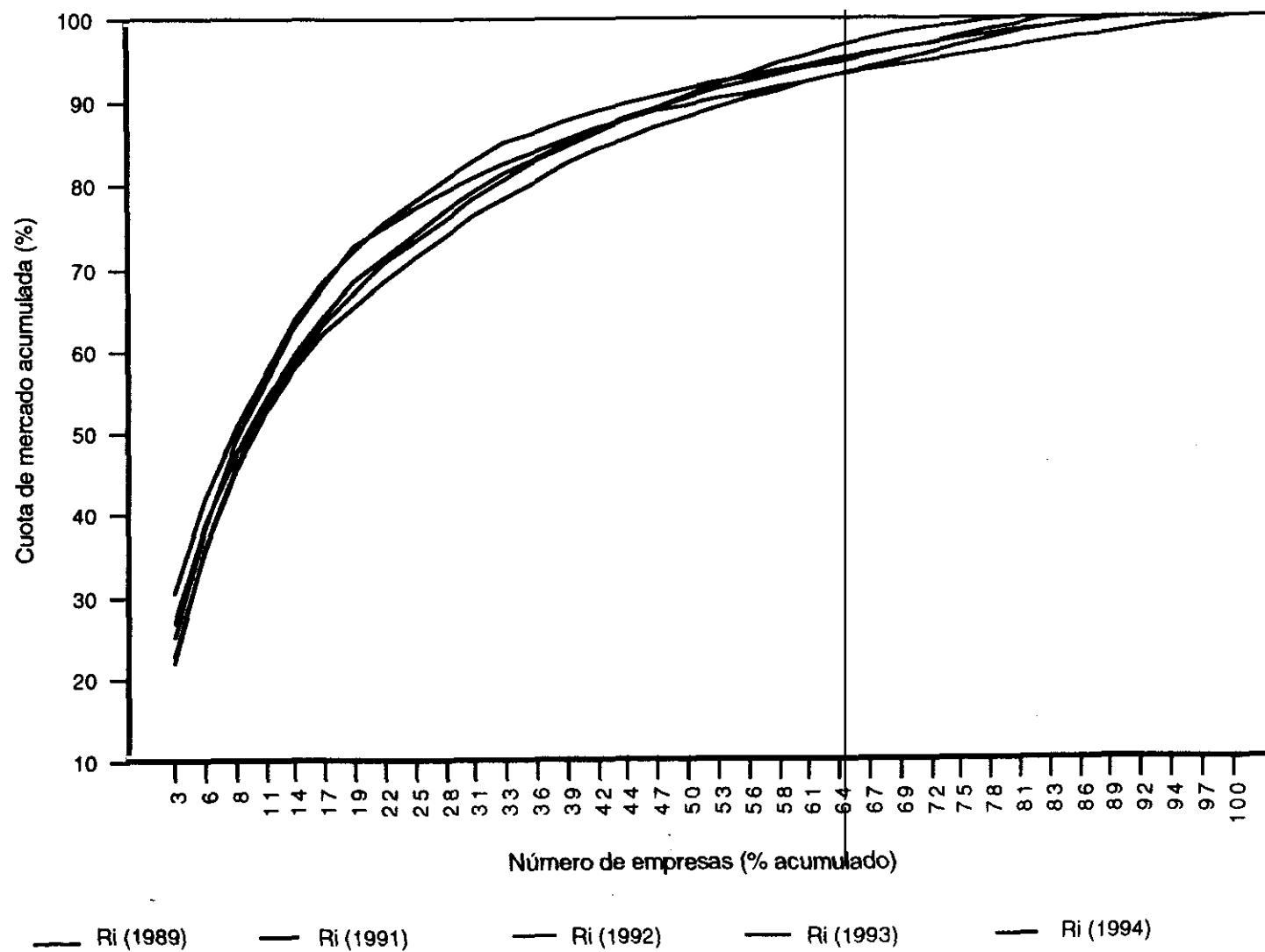
Fuente: Actualidad Económica, 25 septiembre 1995.

Anexo 1.10.: Curvas de Lorenz (Concentración). Años 1992, 1993 y 1994



Fuentes: Anexos 1.7, 1.8 y 1.9 (Actualidad Económica y Fomento de la Producción) y elaboración propia.

Curvas de Lorenz (Concentración). Años 1989, 1991, 1992, 1993 y 1994



Fuentes: Anexos 1.5, 1.6, 1.7, 1.8 y 1.9 (Mercado, Actualidad Económica y Fomento de la Producción) y elaboración propia.

**ACCIONISTAS Y DIRECTIVOS DE LAS EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL
(70 empresas, marzo de 1994)**

EMPRESA	Accionistas	Presidente
Adolfo Marineto, S.A.	Familia Marineto	Adolfo Marineto
Alcampo, S.A.	Auchan (100%)	Marc Deleplanque
Alfaro	Grupo Alfaro (100%)	Benedito Alfaro
Alicantina de Hiper, S.A.	Familia Ródenas	José Ródenas
Anecoop	Control: socios cooperativistas	José Miguel Borrás
Atlántico, S.A. Distribución Canaria	Fontis (90%) Bankinter (10%)	Max Oriet
Autoservicios Caprabo, S.A.	Familias Carbó, Botet y Elías	Pedro Carbó
Bon Preu, S.A.	Hermanos Joan y Jopep Fábrego	Joan Font Fábrego
Bricobi, S.A.	March (4S%) GB-Inno BM (Belgium)	Jean Pierre Leenen
Celdisa	Banesto (17,2%) Grupo Saint Gobain (7,48%) La Cellulose du Pin (26,4%) Cristalería Española (49,4%) Otros (6,8%)	Ignacio de Garnica Gutiérrez
Cemasce, S.A.	Booker (Reino Unido) (91,25%) Javier Llobet	Francisco J. Llobet Colom
Cesta Distribución, S.A.	Control de Mercadona Larios (25%) Familia Michelena (5%)	A. Fdez. Coello
Consum Soc. Coop.	37.000 socios del Grupo Eroski	Joan Aragonés Signes
Continente	BBV (10,37%) Promodes (Francia) (67,32%) Otras sociedades (inferiores al 10%) y particulares Bolsa (22,31%)	M.Herrando Prat de la Riva
Cooperativa Coviran	Socios cooperativistas	A. Robles Lizancos
El Corte Inglés	Familia Areces Hermanos Luis y Celestino Areces (8%) Sobrino Isidoro Alvarez (15%) Fundación Ramón Areces (62% votos sobre 40% de capital) Empleados (2%) Miembros del Consejo (13%)	I. Alvarez Alvarez
Cortefiel, S.A.	Control: Familia Hinojosa (71%) Banco Central Hispano (1%) Goldman Sachs y otras inst. (3%) Bolsa (25%)	Gonzalo Hinojosa
Dagesa (Grupo)	Cofir (Italia-Suiza) (80%)	
DIA	Control: Promodes (Francia) 73% BBV	Javier Campo García
Dialsur	Mayoritario Musgrave (Irlanda)	
Digsa	Foothill-Parafax (Hong Kong)	James Devaney
Dirsa	BBV Promodes- Saudisa	J.J. González Cabreias
Dismo, S.A.	Digsa-Ashley (Reino U.) 100%	C.M. Buxeres Fabre
Distribuidora del Oeste	Control: Familia Sánchez	Ricardo Sánchez

Fuentes: Directorio de accionistas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informes anuales de gestión y Alimarket.

**ACCIONISTAS Y DIRECTIVOS DE LAS EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL
(70 empresas, marzo de 1994)**

EMPRESA	Accionistas	Presidente
Ecore, S.A.	Control: Familia Manpaso	Basilia Manpaso
Effem España	Mars (Reino Unido) 100%	Paul Jackson
El Triunfo	5.000 accionistas	F. Rivas Asenjo
Enaco, S.A.	Familia Guillén	V. Guillén Blesa
Eroski	1.683 cooperat-Cecosa (51,5%) BCA-Argentaria (11,5%) BBK (11,2%) Caja de Guipuzcoa-Kutxa (4,5%) Lagun Aro (11,3%) Once (10%)	Antonio Cancelo
Expresso Comercial, S.A.	Jumbo (100%)	Joao Flores
Francisco Miró	Control: Familia Miró Fisa	José Miró Fisa
Galerías Preciados	Fernando Saba (36%) Miembros del Consejo (64%)	Fernando Saba
García León, S.A.	Holdings Foothill	M. García Robles
Grand Union-Superettes	Control: Mercadona (75%) Familia Roig (25%)	Vicente Moret
Grelar-El árbol	Sagara-Unigro (100%)	J.L. García Meana
Gruma, Grupo Mayorista, S.A.	1.752 socios cooperativistas	José Martín Sánchez
Grupo Dilanza-Guerra-Básico, S.A.	Juan Manuel Guerra Zarpa	Juan M. Guerra Zarpa
Grupo Pan de Azúcar	Pao de Azúcar (60%) Entrepuesto (40%) Portugal	
Grupo Tragoz, S.L.	Control: A. Trapero Gómez	A. Trapero Gómez
Grupo Unigro, S.A.	Unigro N.V. (Holanda) 100%	
Grupo Vegonsa, Ventura Glez Prieto SA	Control: Familia González	Ventura Glez Prieto
Hilario Osoro, S.A.	Control: Familia Osoro	H. Osoro Legorburu
Hiperca, S.A.	Fondos de inversión británicos	
Hiper Valme, S.A.	Control: la familia	R. Pérez Rdguez.
Jobac	Mercasa (30%) Erosmer (70%)	Pedro Monzón
Jumbo Comercial, S.A.	SUPA (Portugal)	J. Díaz de Cunha
Luis Piña	Familia Piña Distribución Centra (20%)	Luis Piña Nuñez
Makro Autoservicio Mayorista, S.A.	Holding Maatschappij Interdema (Holanda) 83% (opción al 100%)	J. Herrera Fdez.
Mantequerías Leonesas	Justo López Tello (55%) Juan Romero Roldán (45%)	Justo López Tello
Manuel Barea, S.A.	Manuel Barea Velasco (52%) María Angeles Barea Velasco (16%) María Josefa Barea Velasco (16%) María Dolores Barea Velasco (16%)	Presidente: Genoveva Velasco Basallo. Director General: Manuel Barea Ginés.
Marcol, S.A.	Familia Ortells	
Marks & Spencer España	Marks & Spencer (R.U.) 67% Familia Hinojosa-Cortefiel 33%	Tom Harnell
Mercadona, S.A.	Control: Familia Roig (100%)	Juan Roig Alfonso
Mercasa	Forppa (56%) Estado (Patrimonio) (44%)	Roberto Dorado
Miguel Alimentación, S.A.	Control: Familia Miquel Ballart	R. Miquel Ballart

Fuentes: Directorio de accionistas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informes anuales de gestión y Alimarket.

ACCIONISTAS Y DIRECTIVOS DE LAS EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN COMERCIAL (70 empresas, marzo de 1994)

EMPRESA	Accionistas	Presidente
Peñagrande, S.A.	Unigro-Sagara (Holanda) 100%	Juventino Pertejo
Pryca, S.A.	Carrefour (Francia) (63,8%) Corpor. Financ. Alba (10%) Sogara (Francia) (10%) Instituciones extranjeras (7,1%) Bolsa, cerca de 6.000 accionistas	Juan Antonio García Díez
Rentero	Luis Piña	Juan Ajuria
Río Trade, S.A.	Ibersilco, S.A. (50%) Idea Holding, S.A. (50%)	Francisco Jiménez Alfaro
Sabeco Supermercados, S.A.	Docks de France (Francia) 95%	J.L. Aguirre Uriarte
Sagara, S.A.- Hipo	Control: Unigro-NV Holland (55%) Familias González, Rueda y García Abril	Ciriaco Rueda Rodríguez
Sebastián de la Fuente, S.A.	Codifisa-BBV (99,7%)	J. Aguirre Arozena
Simago, S.A.	Dairy Farm (Hong Kong) 100%	Owen Price
Socamp-7Eleven	Campsa (60%) Southland (USA) (40%)	Ramón González Raurich
Sucesores de Jeroni Verdés (kembo)	Familia Jeroni Verdés Soc.capital desarrollo 3i Group(RUNido)	
Sumers	Mer-Soleil (Francia) René Jean 49% Tudor 25% Roland Luis Flores y otros (Esp.) 26%	
Supermercados Claudio, S.A.	Familia San Martín	M. A. San Martín
Supermercados Economics, S.A.	Familia Torres	E. Torres Camprubí
Supermercados Match, S.A.	Louis Delhaix (Bélgica) 100%	
Tengelmann España, S.A.	Plus Warenhandels-gesellschaft (Alemania) 70%	
Tojeiro Alimentación, SA (Cash Miño)	Familia Tojeiro	M. Tojeiro Díaz

Fuentes: Directorio de accionistas, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informes anuales de gestión y Alimarket.

ACCIONISTAS Y DIRECTIVOS DE LAS CENTRALES DE COMPRAS (16 centrales de compras, marzo de 1994)

EMPRESA	Accionistas	Presidente
Acosa	53 socios	Dtor. Gral: R. Antequera
Cadesa, Cadena de Detallistas, S.A.	51 socios - Transáfrica Control	E. Hdez. Quijano
Centra Soc. Cooperativa	51 socios	José Miró Fisa
Comper	21 socios	S. del Olmo Pastor
Daper	23 socios	Jesús Castro Lasso
Dyma	9 socios	Antonio Saiz Fdez.
Grupo 80	10 socios	
IFA Española	72 socios	Rafael Rubio
Maesa	126 socios	J. Muñoz Díaz
Mareva	31 socios	Daniel Cordellat
Secda Norte	8 socios	José M. Rouret
Spar Española	30 socios	J.A. Sáez Vacas
UDA- Unión Detallistas	38 socios	José Martín Sánchez
Unagras	115 socios igualitarios	A. Valea Zaragoza
Una-Vivó, S.A.	120 socios	Roque Haro García
Unidis	27 socios	José Estereles

Fuente: Directorio de accionistas.

**Algunos ejemplos de empresas españolas de
distribución comercial diversificadas
(por volumen de facturación)**

El Corte Inglés (Grupo) presenta las siguientes unidades de negocio:

- de distribución en grandes almacenes e hipermercados (El Corte Inglés, S.A. e Hipercor, S.A.),
- de confección (Industrias y Confecciones, S.A.; e Induyco, S.A. que agrupa a Confecciones Teruel, S.A. e Industrias del Vestido, S.A.),
- de madera y mueble (Móstoles Industrial, S.A.),
- de hostelería y turismo (Viajes El Corte Inglés, S.A.),
- de construcción (Construcciones, Promociones e Instalaciones, S.A.),
- de seguros (Centro de Seguros, Corredurías de Seguros, S.A. y Seguros El Corte Inglés, Vida, Pensiones y Reaseguros, S.A.),
- de informática y electrónica (Informática El Corte Inglés, S.A.; Investrónica, S.A. e Invesgén, S.A.),
- de explotación de videoclubs (Videcor, S.A.) y
- de edición de libros (Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.).
- reciclaje de envases de vidrio (Hipercor, S.A.).
- accesorios y reparación de automóviles (ampliación del objeto social de El Corte Inglés prevista en el Informe anual de 1994) (tienda piloto en Hipercor de Gerona, *Fuente: Expansión*, 22/11/1995).

El Grupo Pryca desarrolla las siguientes actividades complementarias a su actividad principal de distribución en hipermercados:

- servicio especializado para el automóvil (Autocenter Delauto),
- financiera (Financiera Pryca),
- actividad exportadora de frutas y verduras (Socomo), y
- previstos servicios de turismo (agencia de viajes) y financieros (seguros) (*Expansión*, 23/5/1995).
- reciclaje de envases de vidrio.

El Grupo Continente desarrolla un conjunto de actividades complementarias:

- restauración (Cenesa, Centros de Neorestauración, S.A.) (100%)
- reparación y accesorios del automóvil (Feveisa, Feu-Vert Ibérica, S.A.) (50%),
- financiera (Finaconsa, Servicios Financieros Continente, Entidad de Financiación, S.A.) (80%),
- promoción inmobiliaria (Centros Shopping, S.A.) (46,66%) y
- aparcamientos (Glonas Parking, S.A.) (38,77%).
- reciclaje de envases de vidrio.

Alcampo desarrolla las siguientes actividades complementarias:

- construcción de áreas de servicio y negocio de los carburantes (Red Areas Parque),
- cadena de tiendas de deporte (Décathlon),
- accesorios y reparación de automóviles (Norauto) y
- restauración (Flunch y Pizza Thai).
- reciclaje de envases de vidrio.

Mercadona S.A., además de la actividad de distribución comercial desarrolla:

- producción de pan precocinado, bollería congelada en masa y productos precocinados (Forns Valencians S.A. -Forvasa-) y
- preparación y envasado de aguas minerales (Llanorel, S.A.).
- financiera (tarjeta).

Galerías Preciados:

- informática (G.P. Informática),
- accesorios del automóvil, electrodomésticos y bricolage,
- financiera (tarjeta) (Cofigasa)

El **Grupo Eroski** desarrolla:

- actividad de distribución (Cecosa) en hipermercados Eroski, pequeños hipermercados Maxi, supermercados Consum, establecimientos “discount” Charter y tiendas franquiciadas Erosle y Consum Express,
- negocio de hostelería y turismo (Viajes Eroski),
- edición de libros y revistas,
- actividad en el sur de Francia (Sofides, S.A.),
- actividad financiera (Erosmer, S.A.).
- negocio de carburantes,
- reciclaje de envases de vidrio.

Makro Autoservicios Mayoristas

- restauración
- automóvil y carburantes
- financiera
- reciclaje de envases de vidrio.

Grupo Cortefiel:

- distribución especializada dirigida a distintos segmentos del mercado (Cortefiel, Springfield, Milano, Women’s Secret, Don Algodón y Marks & Spencer),
- Fabricación de confección y calzado (Cortefiel, S.A. y Confecciones Sur, S.A. en España; y Panico, S.A., Dr.E.Rudnick, S.A. y Corom, S.A. en Marruecos),
- Venta a mayoristas y otras actividades,
- Cadena de perfumería y cosmética (Fragancias Belleza) *Fuente: Futuro*, oct. 1995: 32-37),
- actividad de financiación al consumo privado (Gestión de Tarjetas S.A.).

Supermercados Sabeco:

- procesamiento de carnes (Industrias Cárnicas El Cachirulo, S.A. y Cárnicas Cesar Augusta, S.A.).

Jumbo Comercial, S.A. está diversificada en:

- (Novomark, S.A.),
- (Jumbo Inmobiliaria, S.A.),
- (Intermezzo, S.A.) y
- (Entrepuesto, S.L.).

Aldeasa, S.A. tiendas libres de impuestos. Además:

- División de Palacios y Museos,
- actividades logísticas (Aldeasa Almacenaje y Distribución),
- almacenaje y distribución de productos a temperaturas controladas (Climadis y Merco) y
- restauración -Domino Pizza- (Empresa Comercializadora de Artículos de Recuerdos, S.A. -Ecarsa-).

Almacenes Alfaro también está presente en el negocio inmobiliario.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
1	Canales Hermanos, S.L.	MADRID	208401,70	208298,67
2	Ecomix, S.A.	MADRID	8818,87	8715,87
3	Penta Española de Distribución, S.A.	MADRID	3762,98	3659,98
4	Mercabois, S.A.	LA CORUÑA	1146,99	1043,99
5	7 Alimentación 7, S.A.	ZARAGOZA	857,09	754,09
6	Majife, S.A.	BADAJOS	816,21	713,21
7	Licores Figuerola, S.A.	BARCELONA	690,71	587,71
8	Gatimerca, S.A.	LA CORUÑA	530,24	427,24
9	Comercial Pontense, S.A.	GERONA	403,69	300,69
10	Eco Del Puerto, S.A.	CADIZ	400,60	297,60
11	Beri, S.A.	BARCELONA	355,74	252,74
12	Carion y Duran, S.A.	TOLEDO	305,05	202,05
13	Expo Balear de Alimentación, S.A.	BALEARES	275,45	172,45
14	Sigla, S.A.	MADRID	270,67	167,67
15	Almacenes Mengual, S.A.	BARCELONA	260,80	157,80
16	Promotora Distribuidora Andaluza, S.A.	GRANADA	254,85	151,85
17	Salamar, S.A.	MADRID	252,65	149,65
18	Gil-Go, S.A.	MADRID	244,52	141,52
19	Fena, S.A.	TENERIFE	227,22	124,22
20	Jose Luis de la Rosa Casas, S.A.	GRANADA	225,03	122,03
21	Alonso Hiperca, S.A.	MADRID	221,61	118,61
22	Barandiaran, S.A.	VIZCAYA	220,58	117,58
23	Central de Compras de Supermercados Canarios (CASCALMAS)	LAS PALMAS	204,48	101,48
24	Codina Alimentación, S.A.	PALENCIA	196,15	93,15
25	Supermercados Felipe, S.L.	TENERIFE	186,23	83,23
26	Distribuidora de los Puertos, S.A.	CADIZ	183,53	80,53
27	Hiper Usera, S.A.	MADRID	180,81	77,81
28	Paulino Garcia, S.A.	CADIZ	179,50	76,50

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
29	Tenders Agrupats, S.A. (Tasa)	TARRAGONA	178,99	75,99
30	Berloska, S.L.	VALENCIA	173,99	70,99
31	Lafuente Lorenzo, S.A.	BARCELONA	169,39	66,39
32	Celodis, S.A.	BARCELONA	166,54	63,54
33	Supermercados Hiber, S.A.	MADRID	166,06	63,06
34	Hiper Ciudadela, S.L.	BALEARES	164,84	61,84
35	Mar Futura, S.A.	MADRID	161,60	58,60
36	Casa Espina, S.A.	BARCELONA	156,14	53,14
37	Gregorio Rodríguez, S.A. (Gregosa)	TENERIFE	151,74	48,74
38	González y Compañía, S.L.	ASTURIAS	151,01	48,01
39	Congelados Surpesca, S.L.	CADIZ	148,14	45,14
40	Mavi Distribución, S.A.	BARCELONA	146,41	43,41
41	Hermanos Muñoz Torrado, S.A.	CADIZ	144,75	41,75
42	Almacenes La Carmina, S.L.	SALAMANCA	142,73	39,73
43	Unión Castillo, S.L.	LAS PALMAS	142,10	39,10
44	Drogas Roda, S.L.	ALBACETE	142,08	39,08
45	M.A. Distribuciones, S.A.	ALBACETE	141,99	38,99
46	Comercial Escolà, S.L.	BARCELONA	141,04	38,04
47	Centros Comerciales Continente, S.A.	MADRID	140,63	37,63
48	Amoya Congelados, S.A.	LA CORUÑA	138,34	35,34
49	Supermercados El Tiburon, S.A.	BARCELONA	137,74	34,74
50	Supermercados Alonso Alarcon, S.A.	MADRID	136,46	33,46
51	Bide Onera Vasca, Sdad. Coop. Ltda.	VIZCAYA	135,53	32,53
52	Manuel Orejas, S.A.	ASTURIAS	135,44	32,44
53	Destilerías de l'Urgell, S.A.	BARCELONA	135,24	32,24
54	Ramon y Vidal, S.L.	VALENCIA	134,87	31,87
55	Economato Santa Clara, S.A.	MADRID	134,66	31,66
56	Supermercados Cruz Mayor, S.A.	LAS PALMAS	134,17	31,17

Fuente: IBD Book's 95.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
57	Consum. Sdad. Coop. Ltda.	VALENCIA	133,85	30,85
58	Centros Comerciales Pryca, S.A.	MADRID	132,49	29,49
59	Miguel Aguilar, S.L.	VALENCIA	132,04	29,04
60	Hijo de J. Juan García, S.A.	VALENCIA	130,73	27,73
61	Santiago Sur, S.A.	TENERIFE	129,81	26,81
62	Almacenes Conrado Martín, S.A.	MADRID	127,84	24,84
63	Delhogar, S.A.	MADRID	127,07	24,07
64	Unifor, S.A.	MADRID	126,63	23,63
65	Ayebsa, S.L.	CASTELLON	126,11	23,11
66	Hermanos Rodríguez León, S.A.	MÁLAGA	125,54	22,54
67	Jose Luis Schetz y Cia., S.A.	MÁLAGA	125,31	22,31
68	Mopemar, S.L.	TOLEDO	125,17	22,17
69	Romen, S.L.	GUIPUZGOA	124,62	21,62
70	A. Cardoso, S.A.	SEVILLA	124,53	21,53
71	Alfonso Pérez Distribuciones, S.A.	ORENSE	124,11	21,11
72	Jose Padilla Francés, S.L.	LAS PALMAS	123,87	20,87
73	Luis de la Rosa, S.L.	TENERIFE	123,33	20,33
74	Helados y Mariscos, S.A. (Helymar)	LA RIOJA	122,98	19,98
75	Supermercados Alcosto, S.A.	MADRID	121,44	18,44
76	Cash Matos, S.A.	SEVILLA	119,54	16,54
77	Galefrut, S.A.	GUADALAJARA	119,32	16,32
78	Droguería y Perfumería Vicmar, S.A.	BARCELONA	119,13	16,13
79	Comercial Martínez Sánchez, S.A.	PONTEVEDRA	119,05	16,05
80	Pedro González Tejeda y Cia., S.A.	BADAJOS	118,99	15,99
81	Rodilesa, S.A.	LAS PALMAS	118,13	15,13
82	Hermanos Saavedra, S.L.	CADIZ	116,54	13,54
83	Cash Caracol, S.L.	MURCIA	115,03	12,03
84	Almacenes Pereda, S.L.	TOLEDO	114,52	11,52

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
85	Auro-Cash, S.A.	BARCELONA	114,02	11,02
86	Sebastián de la Fuente, S.A.	VIZCAYA	113,68	10,68
87	Dialco, S.A.	SEVILLA	113,39	10,39
88	Booker C+C Cash & Carry	BARCELONA	113,30	10,30
89	Sucesores de Pedro Pérez Gasent, S.A.	ALICANTE	113,18	10,18
90	Deza Alimentación, S.A.	CORDOBA	112,37	9,37
91	Promotora de Minimercados, S.A.	MADRID	112,21	9,21
92	Centro Comercial Crevillet, S.L.	CADIZ	111,97	8,97
93	Hijos de Luis Rodríguez, S.A.	ASTURIAS	111,78	8,78
94	Juan Noves Hervas, S.A.	CIUDAD REAL	111,46	8,46
95	Supermax, S.A.	HUESCA	111,06	8,06
96	Hermanos Bolaños, S.A.	LAS PALMAS	110,98	7,98
97	Playa de Madrid, S.A.	MADRID	110,78	7,78
98	Comercial Morrongo, S.A.	ALICANTE	110,40	7,40
99	Grupo Hiper-Valme, S.A.	SEVILLA	110,22	7,22
100	Coop. Ind. de Bdgas. Madrileñas, S.C.L.	MADRID	110,18	7,18
101	Almacenes Riasón, S.A.	CANTABRIA	109,74	6,74
102	Domingo Marqués, S.A.	BALEARES	109,67	6,67
103	Coloniales Barbed, S.A.	VIZCAYA	109,61	6,61
104	Fidel Mora, S.A.	BADAJOS	109,55	6,55
105	Almacenes La Venta Nueva, S.L.	TENERIFE	109,25	6,25
106	Valdis, S.A.	BALEARES	109,08	6,08
107	Mofesa, S.A.	ASTURIAS	108,96	5,96
108	Consumidores Agrupados, S.A.	BARCELONA	108,62	5,62
109	Punta de la Plata, S.A.	MÁLAGA	108,53	5,53
110	Comercial Piedra Trujillo, S.L.	CORDOBA	108,37	5,37
111	Ecotax, S.L.	ALICANTE	107,52	4,52
112	Manuel Pérez Rodríguez y Hnos., S.L.	SEVILLA	107,50	4,50

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
113	Ecovol, S.A.	SEVILLA	107,26	4,26
114	Centro Comercial Fuenlabrada, S.A.	MADRID	106,88	3,88
115	Norteña de Distribución, S.A.	BARCELONA	106,73	3,73
116	Unión Detallistas Españoles, Sdad. Coop. (Unide)	MADRID	106,52	3,52
117	Ana Pons Central, S.A.	TARRAGONA	106,34	3,34
118	Autoservicios Navarra, S.L.	CASTELLON	106,03	3,03
119	Mercados Comestibles Isleños, S.A. (Mercoisa)	BALEARES	105,98	2,98
120	Distribuciones y Colonias Lasarte, S.L.	GUIPUZCOA	105,34	2,34
121	Distribuidora Alimenticia Comarcal, S.A. (Dacsa)	TARRAGONA	104,58	1,58
122	Mangio, S.A.	VALLADOLID	104,46	1,46
123	Supermercados Llobet, S.A.	BARCELONA	104,36	1,36
124	Mercadona, S.A.	VALENCIA	104,30	1,30
125	Alcampo, S.A.	MADRID	104,13	1,13
126	Herdosan, S.A.	LAS PALMAS	104,00	1,00
127	Ventagrama, S.A.	BARCELONA	103,76	0,76
128	Simago, S.A.	MADRID	103,39	0,39
129	Comercial Hnos. Ortega, S.A.	SORIA	103,36	0,36
130	Sucursalismo y Distribución, S.A.	MADRID	103,20	0,20
131	Distribuidora Licorera Castellana, S.A.	BURGOS	103,10	0,10
132	Tragoz, S.A. (Grupo T.G.)	SALAMANCA	102,62	-0,38
133	Congelados Mieres, S.L.	ASTURIAS	102,49	-0,51
134	Sodial 15, S.A.	JAEN	102,39	-0,61
135	Sucesores de Manuel Gómez, S.L.	ZARAGOZA	102,38	-0,62
136	Almacenes Lallave, S.A.	BADAJOS	102,15	-0,85
137	Hiper Sans, S.L.	BARCELONA	101,79	-1,21
138	Borpe, S.A.	ALICANTE	101,75	-1,25
139	Almacenes San Miguel, S.A.	JAEN	101,18	-1,82
140	Oblanca Costa, S.A.	ASTURIAS	100,75	-2,25

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
141	Grupo Hermanos Martín, S.A.	SEVILLA	100,53	-2,47
142	Trigasa, S.A.	BARCELONA	100,30	-2,70
143	Makro, Autoservicio Mayonista, S.A.	MADRID	99,89	-3,11
144	Super Amara, S.L.	GUIPUZCOA	99,63	-3,37
145	Suárez Yáñez, S.A.	LAS PALMAS	99,40	-3,60
146	Tecnología Comercial de Vanguardia, S.A.	BALEARES	99,02	-3,98
147	Distribución de Productos de Alimentación, S.A.	MADRID	98,96	-4,04
148	Ricardo Mitjans, S.A.	BARCELONA	98,86	-4,14
149	Lacteos Aragoneses, S.A.	ZARAGOZA	98,76	-4,24
150	Alimerka, S.A.	ASTURIAS	98,68	-4,32
151	Juan Alberto Recio, S.A.	SALAMANCA	98,43	-4,57
152	Dumaya, S.A.	MALAGA	98,32	-4,68
153	Savengo, S.A.	LA CORUÑA	98,09	-4,91
154	Distribuidora Navarra, S.L.	NAVARRA	97,45	-5,55
155	González Cabello, S.A.	CORDOBA	97,40	-5,60
156	Mercapagar, S.L.	MADRID	97,34	-5,66
157	Luis Piña, S.A.	JAEN	97,06	-5,94
158	Ecomora, S.A.	TOLEDO	96,96	-6,04
159	Almacenes Simon, S.A.	CASTELLON	96,91	-6,09
160	Hiper Almuñecar, S.A.	GRANADA	96,42	-6,58
161	Colonias Alcañiz, S.A.	TERUEL	96,28	-6,72
162	Hermanos Español Soutiño, S.L.	PONTEVEDRA	95,85	-7,15
163	Curiel y Díaz, S.A.	TOLEDO	95,74	-7,26
164	Almacenes Gomez Serrano, S.A.	MALAGA	94,64	-8,36
165	Centros Comerciales Gijón, S.A.	ASTURIAS	94,51	-8,49
166	Supermercats Econòmics, S.A. (Supeco)	BARCELONA	94,16	-8,84
167	Frigoríficos Morales, S.A.	MURCIA	94,03	-8,97
168	Distribuidora Uribe, S.A.	ALMERIA	93,92	-9,08

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

Nº	Empresa	Provincia	Plazo de Pago	Diferencia Sector
169	Fórmula Adecuada para Cataluña, S.A.	BARCELONA	93,84	-9,16
170	Selecciones Cármicas Viñoio, S.A.	CUENCA	93,69	-9,31
171	Alimentación Serrano, S.A.	BADAJOS	93,66	-9,34
172	Sdad. Coop. Ltda. San Carlos	VIZCAYA	93,55	-9,45
173	Supermercados Anol, S.A.	ZARAGOZA	93,45	-9,55
174	Drogas Castillo, S.A.	ALBACETE	93,44	-9,56
175	Segodis, S.A.	SEGOVIA	93,35	-9,65
176	Magatzems Prats, S.L.	BARCELONA	93,29	-9,71
177	Suministros Danena, S.A.	GUIPUZCOA	92,77	-10,23
178	Cecilio Arevalillo, S.A.	MADRID	92,53	-10,47
179	Supermercados Flor, S.A.	CASTELLON	92,05	-10,95
180	Gruvasa Ibérica, S.A.	CANTABRIA	92,03	-10,97
181	Abeto, S.A.	SEVILLA	91,26	-11,74
182	Jumbo Comercial, S.A.	MADRID	91,07	-11,93
183	Cash Andalucía, S.A.	SEVILLA	90,66	-12,14
184	Comercial J. Galarza, S.A.	LAS PALMAS	90,22	-12,78
185	Almacenes Arresi, S.A.	LA CORUÑA	90,20	-12,80
186	Distribuciones Alibe, S.A.	ASTURIAS	90,05	-12,95
187	Cabrero e Hijos, S.A.	HUESCA	89,85	-13,15
188	Ecore, S.A.	MADRID	89,75	-13,25
189	Ekosa, S.A.	VIZCAYA	89,74	-13,26
190	Hilario Osoro, S.A.	ASTURIAS	89,73	-13,27
191	Distribuciones Escoda, S.A.	TARRAGONA	89,70	-13,30
192	Princesatísimo, S.L.	VALENCIA	89,35	-13,65
193	Los Corales, S.L.	LA CORUÑA	89,31	-13,69
194	Antonio Rabert, S.A.	BARCELONA	89,29	-13,71
195	Eco Mercado Avila, S.A.	AVILA	89,09	-13,91
196	Supermercado Juanbu, S.A.	VIZCAYA	89,05	-13,95

Nº	Empresa	Provincia	Plazo de Pago	Diferencia Sector
197	Ecoahorro, S.A.	MALAGA	88,85	-14,15
198	Ignacio de las Cuevas, S.A.	ORENSE	88,75	-14,25
199	Centre Comercial Masó, S.A.	GERONA	88,36	-14,64
200	Pamplona Distribución, S.A.	NAVARRA	88,16	-14,84
201	Tobeco, S.A.	LERIDA	87,88	-15,12
202	Congelados Daniel Sebastià, S.L.	VALENCIA	87,52	-15,48
203	Pereira Productos del Mar, S.A.	PONTEVEDRA	87,13	-15,87
204	Almacenes de la Fuente Martos, S.A.	SEVILLA	87,06	-15,94
205	Mercalasa, S.A.	ALICANTE	87,06	-15,94
206	Centros de Distribución Vagon, S.A.	PONTEVEDRA	86,97	-16,03
207	Supermercados 3-B, S.A.	TARRAGONA	86,77	-16,23
208	Vicente Alonso, S.L.	CADIZ	86,31	-16,69
209	Vega Benza, S.A.	CANTABRIA	86,26	-16,74
210	Dagesa (Grupo)	ZARAGOZA	86,22	-16,78
211	Bernabeu Pic, S.L.	ALICANTE	86,18	-16,82
212	Martínez de Quel, S.L.	LA RIOJA	85,81	-17,19
213	Supermercados Catalanes, S.A.(Sucasa)	TARRAGONA	85,66	-17,34
214	Licors Jane, S.L.	TARRAGONA	85,63	-17,37
215	Pedro Ramon, S.A.	LERIDA	85,46	-17,54
216	S.A. Gestora de Economatos (Gelco)	GUADALAJARA	85,38	-17,62
217	Sociedad Hispánica de Desarrollo, S.A.	GUIPUZCOA	85,37	-17,63
218	Establecimientos Alfaro, S.A.	MADRID	85,36	-17,64
219	Caro Ruiz, S.A.	CORDOBA	85,23	-17,77
220	Cármicas Guadiana, S.A.	BADAJOS	85,02	-17,98
221	Tomás Barreto, S.A.	TENERIFE	84,91	-18,09
222	Vda. de Miguel Arenas, S.A. (Grupo)	GRANADA	84,91	-18,09
223	Juminsa, S.A.	SALAMANCA	84,90	-18,10
224	Francisco Miró, S.A.	BARCELONA	84,80	-18,20

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

Nº	Empresa	Provincia	Plazo de Pago	Diferencia Sector
225	Cash Europa, S.A.	MURCIA	84,55	-18,45
226	Bon Preu, S.A.	BARCELONA	84,55	-18,45
227	Casa Evaristo, S.A.	BARCELONA	84,54	-18,46
228	Distribuidora Extremeña De Alimentación, S.A.	BADAJOS	84,39	-18,61
229	Hogarín, S.A.	PONTEVEDRA	84,35	-18,65
230	Pedro Duque Canarias, S.A.	TENERIFE	84,07	-18,93
231	Comercial Delicias, S.L.	ZARAGOZA	83,70	-19,30
232	Ecoteide, S.A.	TENERIFE	83,52	-19,48
233	Baly Alka, S.L.	MÁLAGA	83,49	-19,51
234	Comercial Guzmán, S.L.	STA. CRUZ DE T.	83,45	-19,55
235	Distribución y Agrupación Comercial, S.A.	ÁLAVA	83,37	-19,63
236	Hiper Montserrat, S.A.	GERONA	83,28	-19,72
237	Leonardo Vázquez, S.A.	MADRID	83,18	-19,82
238	Coop. Comran Sdad. Andaluza	GRANADA	82,99	-20,01
239	Dunnes Stores Andalucía, S.A.	MÁLAGA	82,98	-20,02
240	Rodríguez Maestre, S.L.	CIUDAD REAL	82,92	-20,08
241	Envasado y Distribución, S.A.	ALBACETE	82,81	-20,19
242	Trebol Center, S.A.	ASTURIAS	82,49	-20,51
243	Claudio Moreno y Cia., S.A.	SEGOVIA	82,44	-20,56
244	Condal Aliment, S.A.	BARCELONA	82,41	-20,59
245	Valvi, S.A.	GERONA	82,28	-20,74
246	Adolfo Marineto, S.A.	MÁLAGA	82,17	-20,83
247	Distribuciones Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	82,01	-20,99
248	Pascual Hermanos, S.L.	BURGOS	81,91	-21,09
249	Ahorramas, S.A.	MADRID	81,87	-21,13
250	Comercial Ekoel, S.A.	ALMERIA	81,76	-21,24
251	Autoservicios Romero, S.A.	CASTELLÓN	81,60	-21,40
252	Supermercados Sabeco, S.A.	ZARAGOZA	81,55	-21,45

Nº	Empresa	Provincia	Plazo de Pago	Diferencia Sector
253	Coperco, S.A.	MADRID	81,34	-21,66
254	Coloniales Pellicer, S.A. (Copersa)	MURCIA	80,97	-22,03
255	Comercial Domenech Roca, S.A.	BARCELONA	80,70	-22,30
256	Cash Dropelche, S.A.	ALICANTE	80,63	-22,37
257	Autoservicio Ministerio, S.A.	MADRID	80,25	-22,75
258	Veyve, S.A.	MADRID	80,22	-22,78
259	Berutch Retailing Centre, S.A.	MÁLAGA	80,09	-22,91
260	Segundo de Paz y Hermanos, S.A.	TENERIFE	79,76	-23,24
261	Distribuidora de Alim. del Sureste, S.L. (Dialsur)	ALICANTE	79,64	-23,36
262	Juan Fornés Fornés, S.A.	ALICANTE	79,48	-23,52
263	Hernández y Carrusta, S.L.	VIZCAYA	79,24	-23,76
264	Valdivia Vélez Málaga, S.A.	MÁLAGA	79,11	-23,89
265	Distribuciones Cardoso, S.A.	HUELVA	78,93	-24,07
266	Maxor, S.A.	GERONA	78,91	-24,09
267	Hijos de Ignacio Tabares, S.L.	ORENSE	78,90	-24,10
268	Unión Detallistas de Vallecas, S.L. (Undeva)	MADRID	78,79	-24,21
269	Friac, S.A.	NAVARRA	78,58	-24,42
270	Alimentaria Conquense, S.A.	CUENCA	78,57	-24,43
271	Super 9 Garcías, S.A.	BARCELONA	78,51	-24,49
272	Almacenes Paquer, S.A.	BARCELONA	78,28	-24,72
273	Supermercados Eulogio, S.A.	SEGOVIA	78,22	-24,78
274	Autoservicios Caprabo, S.A.	BARCELONA	77,95	-25,05
275	Supermercado Gelsa, S.A.	VIZCAYA	77,94	-25,06
276	Super Stop, S.A.	GERONA	77,87	-25,33
277	Galerías Gildo, S.L.	SALAMANCA	77,48	-25,52
278	Agrupación Detallistas de Alimentación, S.A. (ADA)	LA RIOJA	77,30	-25,70
279	Enaco, S.A.	CASTELLÓN	77,08	-25,92
280	Centros Comerciales Arca, S.A.	ASTURIAS	76,96	-26,04

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
281	Supermercados Krone S.A.	PONTEVEDRA	76,87	-26,13
282	Manuel Madrigal Martínez, S.A.	MURCIA	76,74	-26,26
283	Supercentro, S.A.	MADRID	76,74	-26,26
284	Supermercados Tan Tan, S.A.	BALEARES	76,70	-26,30
285	Almacenes Freiria, S.L.	ORENSE	76,70	-26,30
286	Comercial Xanquei, S.L.	LA CORUÑA	76,41	-26,59
287	Murcia Andres Meseguer, S.A.	MURCIA	76,22	-26,78
288	La Despensa, S.A.	MADRID	76,19	-26,81
289	Gallega de Distribuidores de Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	76,05	-26,95
290	Pepe Vaquero, S.L.	SEVILLA	75,95	-27,05
291	Distribuciones Rodrigo, S.A.	ZARAGOZA	75,85	-27,15
292	Agrupación Comercial, S.A.	TARRAGONA	75,75	-27,25
293	Emcadi, S.A.	BARCELONA	75,39	-27,61
294	Jose Espinosa Pomares, S.A.	MURCIA	74,87	-28,13
295	El Corte Inglés, S.A.	MADRID	74,85	-28,15
296	Centro Comercial Industrial, S.A.	BARCELONA	74,80	-28,20
297	Unión Alimenticia, S.A.(Unasa)	VALLADOLID	74,38	-28,62
298	Cash Lazo, S.A.	SEVILLA	74,31	-28,69
299	Comercial Nublo, S.A.	LAS PALMAS	74,07	-28,93
300	Comercial Superma, S.A.	MADRID	73,91	-29,09
301	Distac, S.A.	BARCELONA	73,73	-29,27
302	Ezequiel Arribas, S.A.	VALLADOLID	73,67	-29,33
303	Quenxo, S.L.	LA CORUÑA	73,58	-29,42
304	Miquel Alimentació Grup, S.A.	GERONA	73,52	-29,48
305	Comercial Los Valeros, S.A.	BADAJOS	73,50	-29,50
306	Supermercados Gokos, S.A.	VIZCAYA	73,06	-29,94
307	Almacenes Mar Y Mar, S.A.	BADAJOS	73,00	-30,00
308	Javier Virto, S.A.	NAVARRA	72,59	-30,41

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
309	Sucesores de Fernando Calavia, S.A.	ZARAGOZA	72,54	-30,46
310	Alimentación Diaz Mesonero, S.A.	SALAMANCA	72,16	-30,84
311	Almacenes Mérida, S.A.	CADIZ	71,95	-31,05
312	Distribuciones Amposta, S.A.	TARRAGONA	71,54	-31,46
313	Hijos de Marciano Fuentes, S.L.	CIUDAD REAL	71,51	-31,49
314	Cia. de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (Oropesa)	CIUDAD REAL	71,38	-31,62
315	Super G, S.A.	ALICANTE	71,18	-31,82
316	Yubaa, S.A.	TENERIFE	71,02	-31,98
317	Carmelo Tosco, S.A.	TENERIFE	70,94	-32,06
318	Almacenes Gavira, S.L.	CADIZ	70,83	-32,17
319	Distribuidora del Oeste, S.A.	BADAJOS	70,82	-32,18
320	Ecos Manchegos, S.A.	CIUDAD REAL	70,73	-32,27
321	La Cabaña, Hnos. González, S.A.	CANTABRIA	70,72	-32,28
322	Francisco Casado, S.A.	GUIPUZCOA	70,41	-32,59
323	Roman Garcia Romo, S.A.	GUADALAJARA	70,29	-32,71
324	Domingo Cadenas, S.A.	BADAJOS	70,00	-33,00
325	Supermercados Claudio, S.A.	LA CORUÑA	69,83	-33,17
326	Consorti de Productes Alimentaris, S.A.	BARCELONA	69,78	-33,22
327	Cemar Alimentación, S.L.	LUGO	69,62	-33,38
328	Ves, S.A.	CANTABRIA	69,52	-33,48
329	Distribuciones Pedro Vives, S.L.	ALICANTE	69,23	-33,77
330	Comercial Bastetana Manzano, S.L.	GRANADA	69,13	-33,87
331	Almacenes Pérez Torres, S.A.	MALAGA	69,08	-33,92
332	Supermercados Cádiz, S.A.	CADIZ	69,07	-33,93
333	Abel Fernández, S.A.	CANTABRIA	68,98	-34,02
334	Sucursalismo Cacereño, S.A.	CACERES	68,97	-34,03
335	Establiments d'Alimentació, S.A.	BARCELONA	68,93	-34,07
336	Supercano, S.A.	MADRID	68,89	-34,31

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
337	Coloniales Albacete, S.A. (Coalsa)	ALBACETE	68,46	-34,54
338	Hijos de Timoteo Díaz, S.A.	TOLEDO	68,07	-34,93
339	Distribuidora Bosch Hermanos, S.A.	LERIDA	68,05	-34,95
340	Supermercados Dani, S.A. (Danisa)	GRANADA	67,83	-35,17
341	Saunisa, S.A.	MADRID	67,70	-35,30
342	Grupalin, S.A.	JAEN	67,69	-35,31
343	Super Grup, S.A.	BARCELONA	67,49	-35,51
344	Sucesores de Pedro Soniano Buforn, S.L.	ALICANTE	67,48	-35,52
345	Supermercados Aguilera, S.A.	MADRID	67,45	-35,55
346	Supermercado Rafa, S.A.	VIZCAYA	67,16	-35,84
347	Supermercados Guenero, S.A.	GRANADA	67,08	-35,91
348	Bona Compra, S.A.	BARCELONA	66,96	-36,04
349	Supermercados Schaez Romero, S.A.	MADRID	66,95	-36,05
350	Cash Granada, S.A.	GRANADA	66,85	-36,15
351	Noralco, S.A.	VIZCAYA	66,82	-36,38
352	Teógenes Ruiz, S.A.	CUENCA	66,43	-36,57
353	Manuel Vallejo, S.A.	CADIZ	66,40	-36,60
354	Hipermercados Reunidos, S.A. (Hiperunsa)	MALAGA	66,37	-36,63
355	Daybet, S.A.	BALEARES	66,37	-36,63
356	Super T, S.A.	TARRAGONA	66,32	-36,68
357	Super Hermanos Garcia, S.A.	MADRID	66,20	-36,80
358	Alimentación Blasco, S.A.	BARCELONA	65,91	-37,09
359	M. Y B. Gigante, S.A.	MADRID	65,81	-37,19
360	Alimentación Ballester, S.L.	BARCELONA	65,65	-37,35
361	Herdomisan, S.A.	LAS PALMAS	65,27	-37,73
362	Supermercados Grumi, S.A.	MADRID	65,12	-37,88
363	Supermercados Alduba, S.A.	MADRID	65,10	-37,90
364	Concepción Vera Jiménez, S.A.	MADRID	65,04	-37,96

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
365	Supermercado Tanbña, S.A.	BARCELONA	64,83	-38,37
366	González de Peredo, S.A.	CADIZ	64,30	-38,70
367	Supermercados Ric-Mar, S.A.	BARCELONA	64,20	-38,80
368	Nicasio Celdrán Atienzar, S.A.	MURCIA	63,75	-39,25
369	Francisco Hernández Vidal, S.A.	MURCIA	63,64	-39,36
370	Cash Bages, S.A.	BARCELONA	63,64	-39,36
371	Comerbal, S.A.	GERONA	63,49	-39,51
372	Establecimientos Daniel Mas, S.A.	BARCELONA	62,67	-40,33
373	Hijos de Blas Palomo, S.A.	MALAGA	62,30	-40,70
374	Industrias Gaditanas de Frio Industrial, S.A.	CADIZ	62,25	-40,75
375	Frio Union, S.L.	MADRID	62,24	-40,76
376	Gaspar Vela, S.A.	TOLEDO	62,21	-40,79
377	Supermercados Pujol, S.A. (Supsa)	LERIDA	62,20	-40,80
378	Cia. Gallega de Supermercados, S.A.	LA CORUÑA	61,88	-41,02
379	Banaketak, S.A.	VIZCAYA	61,96	-41,04
380	Almacenes Martínez Vivó, S.A.	MURCIA	61,76	-41,24
381	Comercial Oblanca, S.A.	LEON	60,91	-42,09
382	Ramírez Santos, S.A.	CORDOBA	60,61	-42,39
383	Antonio y Faustino Cabanillas, S.L.	BADAJOS	60,57	-42,43
384	EkoAma, S.L.	PONTEVEDRA	60,57	-42,43
385	Sumegra, S.L.	ALICANTE	60,15	-42,85
386	Hermanos Carrasco Romero, S.A.	CADIZ	60,10	-42,90
387	Garcimar, S.A.	BARCELONA	59,83	-43,17
388	Cash Levante, S.L.	MURCIA	59,79	-43,21
389	Riera Comercial d'Alimentació, S.L.	GERONA	59,59	-43,41
390	Supermercats Fraga, S.A.	BARCELONA	59,56	-43,44
391	Distribución Mercat, S.A.	BALEARES	59,05	-43,95
392	Comercial Rexach-Quart, S.L.	GERONA	58,99	-44,01

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
393	Victoriano Moldes Ruibal, S.A.	PONTEVEDRA	58,89	-44,11
394	Romero Bailestero, S.A.	BARCELONA	58,60	-44,40
395	Super Mugar, S.A.	GRANADA	57,69	-45,31
396	Supermercados Gloria, S.A.	GRANADA	57,32	-45,68
397	Alimentación Gragera, S.L.	BADAJOS	57,30	-45,70
398	Hiper Laredo, S.A.	CANTABRIA	57,28	-45,72
399	Malasquias Morales, S.A.	ASTURIAS	57,26	-45,74
400	Alimentación Herrera, S.A.	CIUDAD REAL	57,08	-45,92
401	Cash Osona Rabadà, S.A.	BARCELONA	56,20	-46,80
402	Aldeasa, S.A.	MADRID	56,20	-46,80
403	Distop, S.A.	BARCELONA	56,18	-46,82
404	Alindar, S.L.	ALMERIA	56,03	-46,97
405	Emdico, S.A.	MURCIA	55,14	-47,86
406	Almacenes Mauriz Pena, S.L.	LA CORUÑA	54,83	-48,17
407	Bibiano Hermanos, S.L.	ALICANTE	54,79	-48,21
408	Serko Danok, S.A.	VIZCAYA	54,68	-48,32
409	Camadi, S.A.	BARCELONA	53,81	-49,19
410	Domingo Grau, S.A.	BARCELONA	53,73	-49,27
411	Supermercados Gigante, S.A.	BALEARES	53,60	-49,40
412	Drinks Fargo, S.A.	BARCELONA	53,43	-49,57
413	Supermercado Dama, S.L.	MURCIA	51,70	-51,30
414	Transbesa, S.A.	MADRID	51,32	-51,68
415	Cafes Mora, S.L.	TOLEDO	50,32	-52,68
416	Hermanos Valencia, S.A.	BARCELONA	49,96	-53,04
417	Villa Hermanos, S.A.	BURGOS	49,68	-53,32
418	Serco Repelega, S.A.	VIZCAYA	49,48	-53,52
419	Centro Lagun, S.A.	VIZCAYA	48,59	-54,41
420	Supermercados Tic-Tac, S.A.	BARCELONA	47,59	-55,41

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
421	Gamacer, S.A.	BARCELONA	47,39	-55,61
422	Transmeridional, S.A.	MADRID	47,22	-55,78
423	Supermercats Stock, S.A.	BARCELONA	46,38	-56,62
424	Supermercados Nueva Andalucía, S.A.	ALMERIA	46,16	-56,84
425	Miguel Medina Gómez, S.A.	ALICANTE	46,05	-56,95
426	Servicios Concertados Izarra, S.A.	VIZCAYA	45,81	-57,19
427	Supermercado Salobreña, S.A.	GRANADA	44,96	-58,04
428	Cuevas y Martín, S.L.	MADRID	44,06	-58,94
429	Francisco Puig Masjoan, S.A.	GERONA	43,84	-59,16
430	Alnape, S.A.	MURCIA	43,32	-59,68
431	Centro Comercial Tarrasa, S.A.	BARCELONA	43,18	-59,82
432	Eliper, S.A.	ASTURIAS	42,56	-60,44
433	Congelados Lipesca, S.A.	LERIDA	42,40	-60,60
434	Detallistas Unidos, S.A.	BARCELONA	42,11	-60,89
435	Supermercados Cop, S.A.	BALEARES	42,01	-60,99
436	Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	41,00	-62,00
437	Distribuidora Levantina de Alimentación, S.L. (Dil)	CASTELLON	40,17	-62,83
438	Frutas y Alimentos de Cantabria, S.A.	CANTABRIA	39,97	-63,03
439	Raúl Girona, S.A.	GERONA	38,49	-64,51
440	Vego Supermercados, S.A.	PONTEVEDRA	38,47	-64,53
441	Alimentación Mas, S.A.	BARCELONA	38,32	-64,68
442	Suñer Girona, S.L.	GERONA	37,80	-65,20
443	9 Mataró, S.A.	BARCELONA	37,87	-65,33
444	Super Baeza, S.L.	ALICANTE	37,02	-65,98
445	Unidroco, S.A.	BARCELONA	35,42	-67,58
446	Supermercados Antolin, S.A.	BARCELONA	35,39	-67,61
447	Unico, S.A.	MURCIA	34,52	-68,48
448	García Verdugo, S.A.	VIZCAYA	33,90	-69,10

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.1.

Rankings por Plazo de Pago

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Plazo de Pago</u>	<u>Diferencia Sector</u>
449	Hueposa, S.A.	MALAGA	30,69	-72,31
450	Granada Unión Detallista de Alimentación, S.A. (Granada)	GRANADA	30,34	-72,66
451	Ecozar, S.A.	MADRID	30,32	-72,68
452	Diproco, S.A.	MADRID	29,88	-73,12
453	Mantequeras G. Varela, S.A.	MADRID	29,00	-74,00
454	Hiper Tambo, S.L.	CACERES	27,68	-75,32
455	Hermanos Jorro, S.A.	ALICANTE	25,68	-77,32
456	Jobac, S.A.	VALENCIA	25,50	-77,50
457	Hermanos Bueno Jiménez, S.A.	SALAMANCA	23,53	-79,47
458	Super 4 Hermanos Ruiz, S.A.	BARCELONA	22,97	-80,03
459	Broilers Del Sur, S.A. (Brosur)	CADIZ	21,63	-81,37
460	Huevos Leon, S.L.	LEON	21,01	-81,99
461	S.A. de Supermercados y Autoservicios (Supera)	MADRID	20,29	-82,71
462	Codere Servicios, S.A.	MADRID	19,57	-83,43
463	Alzamora, S.A.	BALEARES	18,77	-84,23
464	Urlapesca, S.A.	VIZCAYA	17,11	-85,89
465	Comercial Nieto, S.A.	LA CORUÑA	13,84	-89,16
466	Supermercados Euromar, S.A.	LAS PALMAS	11,32	-91,68
467	Cash Sar, S.A.	LA CORUÑA	8,16	-94,84
468	Congelats Reunits, S.A.	BARCELONA	5,83	-97,17
469	Cecoa, S.A.	BADAJOS	5,38	-97,62
470	Coloniales Cruz, S.A.	ORENSE	3,95	-99,05
471	Supermercado Ercoreca, S.A.	VIZCAYA	3,48	-99,52
472	Gracego, S.L.	MADRID	3,16	-99,84
473	Carlos Diaz Y Cia., S.A.	LA CORUÑA	2,81	-100,19
474	Almacenes Casan, S.A.	LA CORUÑA	2,11	-100,89
475	Tojeiro Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	1,38	-101,62
476	Supermercados Tinerfeños, S.A.	STA. CRUZ DE T	1,35	-101,65

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
1	Huepasa, S.A.	MALAGA	3526,30	3516,30
2	Jose Luis Schetz y Cia., S.A.	MALAGA	936,29	926,29
3	Promotora de Minimercados, S.A.	MADRID	351,28	341,28
4	Distribución de Productos de Alimentación, S.A.	MADRID	287,37	277,37
5	Colonias Albacete, S.A. (Coalsa)	ALBACETE	193,41	183,41
6	Mofesa, S.A.	ASTURIAS	128,94	119,94
7	Uriapesca, S.A.	VIZCAYA	112,46	102,46
8	Broilers Del Sur, S.A. (Brosur)	CADIZ	75,96	65,96
9	Alindar, S.L.	ALMERIA	69,31	59,31
10	Congelados Mieres, S.L.	ASTURIAS	65,86	55,86
11	Supermercados Hiber, S.A.	MADRID	57,60	47,60
12	Majife, S.A.	BADAJOS	48,65	38,65
13	Distribuidora Extremeña De Alimentación, S.A.	BADAJOS	45,88	35,88
14	Hiper Tambo, S.L.	CACERES	42,88	32,88
15	Gracego, S.L.	MADRID	42,43	32,43
16	Supermercados Tinerfeños, S.A.	STA. CRUZ DE T	39,66	29,66
17	Valdis, S.A.	BALEARES	39,03	29,03
18	Alnape, S.A.	MURCIA	37,56	27,56
19	Almacenes Casan, S.A.	LA CORUÑA	33,70	23,70
20	Tojeiro Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	33,27	23,27
21	Supermercados Gloria, S.A.	GRANADA	32,26	22,26
22	Grupo Hermanos Martín, S.A.	SEVILLA	32,06	22,06
23	Distribuciones Rodrigo, S.A.	ZARAGOZA	31,91	21,91
24	Casa Evaristo, S.A.	BARCELONA	31,48	21,48
25	Super T, S.A.	TARRAGONA	30,99	20,99
26	Hermanos Valencia, S.A.	BARCELONA	30,17	20,17
27	Carlos Díaz Y Cia., S.A.	LA CORUÑA	29,74	19,74
28	Frigoríficos Morales, S.A.	MURCIA	27,38	17,38

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
29	Supermercados Antolin, S.A.	BARCELONA	27,26	17,26
30	Centro Comercial Tarrasa, S.A.	BARCELONA	27,11	17,11
31	Supermercados Nueva Andalucía, S.A.	ALMERIA	26,87	16,87
32	Distribución y Agrupación Comercial, S.A.	ALAVA	26,77	16,77
33	Supermercados Gigante, S.A.	BALEARES	25,99	15,99
34	Huevos León, S.L.	LEON	24,95	14,95
35	Camar Alimentación, S.L.	LUGO	24,60	14,60
36	Colonias Cruz, S.A.	ORENSE	24,56	14,56
37	Ahorramas, S.A.	MADRID	24,35	14,35
38	Alfonso Pérez Distribuciones, S.A.	ORENSE	24,26	14,26
39	Super Amara, S.L.	GUIPUZCOA	24,07	14,07
40	Autoservicios Romero, S.A.	CASTELLON	23,74	13,74
41	Cábricas Guadiana, S.A.	BADAJOS	23,34	13,34
42	Supermercados Alduba, S.A.	MADRID	23,33	13,33
43	Centro Lagun, S.A.	VIZCAYA	23,01	13,01
44	Princesalísimo, S.L.	VALENCIA	22,37	12,37
45	EkoAma, S.L.	PONTEVEDRA	21,98	11,98
46	Distribuciones Pedro Vives, S.L.	ALICANTE	21,91	11,91
47	Hermanos Bueno Jiménez, S.A.	SALAMANCA	21,53	11,53
48	Transbesa, S.A.	MADRID	21,41	11,41
49	Consorti de Productes Alimentaris, S.A.	BARCELONA	21,12	11,12
50	Almacenes Paquer, S.A.	BARCELONA	21,08	11,08
51	Supermercado Tantifa, S.A.	BARCELONA	20,96	10,96
52	Supermercados Tic-Tac, S.A.	BARCELONA	20,70	10,70
53	Bacardi 12, S.L.	BARCELONA	20,60	10,60
54	Alimerka, S.A.	ASTURIAS	20,50	10,50
55	Alimentación Gragera, S.L.	BADAJOS	20,14	10,14
56	Galleja de Distribuidores de Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	19,77	9,77

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stock	Diferencia Sector
57	Cash Osona Rabadà, S.A.	BARCELONA	19,39	9,39
58	Centros Comerciales Arca, S.A.	ASTURIAS	19,06	9,06
59	Mercadona, S.A.	VALENCIA	18,89	8,89
60	Servicios Concertados Izarra, S.A.	VIZCAYA	18,81	8,81
61	Hermanos Jorro, S.A.	ALICANTE	18,39	8,39
62	Écos Manchegos, S.A.	CIUDAD REAL	18,36	8,36
63	Unico, S.A.	MURCIA	18,33	8,33
64	Supermercado Ercoreca, S.A.	VIZCAYA	18,17	8,17
65	Distribución Mercat, S.A.	BALEARES	17,73	7,73
66	Ohlanca Costa, S.A.	ASTURIAS	17,55	7,55
67	Frio Union, S.L.	MADRID	17,49	7,49
68	Jobac, S.A.	VALENCIA	17,12	7,12
69	Establecimientos Alfaro, S.A.	MADRID	17,05	7,05
70	Lacteos Aragoneses, S.A.	ZARAGOZA	16,95	6,95
71	Eliper, S.A.	ASTURIAS	16,92	6,92
72	Super Stop, S.A.	GERONA	16,88	6,88
73	Supermercado Rafa, S.A.	VIZCAYA	16,87	6,87
74	Vego Supermercados, S.A.	PONTEVEDRA	16,87	6,87
75	Helados y Mariscos, S.A. (Helymar)	LA RIOJA	16,79	6,79
76	Transmeridional, S.A.	MADRID	16,63	6,63
77	Almacenes Martínez Vivó, S.A.	MURCIA	16,63	6,63
78	Consum, Sdad. Coop. Ltda.	VALENCIA	16,52	6,52
79	Ana Pons Central, S.A.	TARRAGONA	16,50	6,50
80	Cuevas y Martín, S.L.	MADRID	16,47	6,47
81	Establiments d'Alimentació, S.A.	BARCELONA	16,38	6,38
82	Jumbo Comercial, S.A.	MADRID	16,37	6,37
83	Nicasio Caldán Atienzar, S.A.	MURCIA	16,33	6,33
84	Suñer Girona, S.L.	GERONA	16,18	6,18

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stock	Diferencia Sector
85	Dagesa (Grupo)	ZARAGOZA	15,92	5,92
86	Supemax, S.A.	HUESCA	15,91	5,91
87	Baly Alka, S.L.	MÁLAGA	15,87	5,87
88	Mercalasa, S.A.	ALICANTE	15,84	5,84
89	Vda. de Miguel Arenas, S.A. (Grupo)	GRANADA	15,79	5,79
90	Envasado y Distribución, S.A.	ALBACETE	15,77	5,77
91	Condal Aliment, S.A.	BARCELONA	15,72	5,72
92	Bibiano Hermanos, S.L.	ALICANTE	15,53	5,53
93	Distac, S.A.	BARCELONA	15,53	5,53
94	Serco Repelega, S.A.	VIZCAYA	15,47	5,47
95	Licors Jane, S.L.	TARRAGONA	14,97	4,97
96	Comercial Martínez Sánchez, S.A.	PONTEVEDRA	14,96	4,96
97	Drogas Castillo, S.A.	ALBACETE	14,92	4,92
98	Almacenes Mauriz Peña, S.L.	LA CORUÑA	14,68	4,68
99	Hijos de Marciano Fuentes, S.L.	CIUDAD REAL	14,62	4,62
100	Antonio y Faustino Cabanillas, S.L.	BADAJOS	14,50	4,50
101	Norteña de Distribución, S.A.	BARCELONA	14,40	4,40
102	Hernaez y Ciarrusta, S.L.	VIZCAYA	14,33	4,33
103	Cash Sar, S.A.	LA CORUÑA	14,09	4,09
104	Comercial Piedra Trujillo, S.L.	CORDOBA	13,94	3,94
105	Almacenes Gavira, S.L.	CADIZ	13,73	3,73
106	Alimentación Blasco, S.A.	BARCELONA	13,67	3,67
107	Cash Bages, S.A.	BARCELONA	13,62	3,62
108	Cecoa, S.A.	BADAJOS	13,58	3,58
109	Cash Levante, S.L.	MURCIA	13,55	3,55
110	Super Baeza, S.L.	ALICANTE	13,54	3,54
111	Detallistas Unidos, S.A.	BARCELONA	13,33	3,33
112	Comercial Superma, S.A.	MADRID	13,20	3,20

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stock</u>	<u>Diferencia Sector</u>
113	Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	13,18	3,18
114	Los Corales, S.L.	LA CORUÑA	13,16	3,16
115	Alimentación Mas, S.A.	BARCELONA	13,16	3,16
116	Banaketak, S.A.	VIZCAYA	13,00	3,00
117	Supermercados Sabeco, S.A.	ZARAGOZA	12,72	2,72
118	Alimentación Herrera, S.A.	CIUDAD REAL	12,60	2,60
119	S.A. de Supermercados y Autoservicios (Supera)	MADRID	12,54	2,54
120	Hijos de Timoteo Díaz, S.A.	TOLEDO	12,48	2,48
121	Valdivia Vélez Málaga, S.A.	MALAGA	12,38	2,38
122	Centros Comerciales Gijón, S.A.	ASTURIAS	12,33	2,33
123	Hilano Osoro, S.A.	ASTURIAS	12,25	2,25
124	Super 4 Hermanos Ruiz, S.A.	BARCELONA	12,22	2,22
125	Distribuidora Licorera Castellana, S.A.	BURGOS	12,21	2,21
126	Comercial Oblanca, S.A.	LEON	12,20	2,20
127	Congelados Lipasca, S.A.	LERIDA	12,15	2,15
128	Miguel Medina Gómez, S.A.	ALICANTE	12,14	2,14
129	Murcia Andres Meseguer, S.A.	MURCIA	12,12	2,12
130	Deza Alimentación, S.A.	CORDOBA	12,11	2,11
131	Enlac, S.A.	NAVARRA	12,11	2,11
132	Establecimientos Daniel Mas, S.A.	BARCELONA	12,07	2,07
133	Diproco, S.A.	MADRID	12,07	2,07
134	Maxor, S.A.	GERONA	12,08	2,08
135	Abeto, S.A.	SEVILLA	12,05	2,05
136	Sumegra, S.L.	ALICANTE	12,03	2,03
137	Victoriano Moldes Ruibal, S.A.	PONTEVEDRA	12,03	2,03
138	Emdico, S.A.	MURCIA	12,00	2,00
139	Supermercado Salobreña, S.A.	GRANADA	11,98	1,98
140	Herdomisan, S.A.	LAS PALMAS	11,93	1,93

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stock</u>	<u>Diferencia Sector</u>
141	Supermercados Ric-Mar, S.A.	BARCELONA	11,87	1,87
142	Congelats Reunits, S.A.	BARCELONA	11,86	1,86
143	Frutas y Alimentos de Cantabria, S.A.	CANTABRIA	11,80	1,80
144	Curiel y Díaz, S.A.	TOLEDO	11,75	1,75
145	Congelados Daniel Sebastià, S.L.	VALENCIA	11,70	1,70
146	Supermercados 3-B, S.A.	TARRAGONA	11,70	1,70
147	Promotora Distribuidora Andaluza, S.A.	GRANADA	11,69	1,69
148	Celodis, S.A.	BARCELONA	11,66	1,66
149	Valvi, S.A.	GERONA	11,65	1,65
150	Comercial Rexach-Quart, S.L.	GERONA	11,64	1,64
151	Ecore, S.A.	MADRID	11,56	1,56
152	Centros Comerciales Pryca, S.A.	MADRID	11,41	1,41
153	Supermercados Krone, S.A.	PONTEVEDRA	11,39	1,39
154	Segundo de Paz y Hermanos, S.A.	TENERIFE	11,38	1,38
155	Ecoahorro, S.A.	MALAGA	11,33	1,33
156	Ecozar, S.A.	MADRID	11,28	1,28
157	Martínez de Quél, S.L.	LA RIOJA	11,20	1,20
158	Supermercado Gelsa, S.A.	VIZCAYA	11,16	1,16
159	Vicente Alonso, S.L.	CADIZ	11,14	1,14
160	Pereira Productos del Mar, S.A.	PONTEVEDRA	11,09	1,09
161	Supermercados Claudio, S.A.	LA CORUÑA	11,06	1,06
162	Unión Detallistas Españoles, Sdad. Coop. (Unide)	MADRID	11,02	1,02
163	Autoservicios Caprabo, S.A.	BARCELONA	10,89	0,89
164	9 Mataró, S.A.	BARCELONA	10,88	0,88
165	Almacenes Gomez Serrano, S.A.	MALAGA	10,87	0,87
166	Cash Europa, S.A.	MURCIA	10,83	0,83
167	Centro Comercial Fuenlabrada, S.A.	MADRID	10,83	0,83
168	Centros de Distribución Vegon, S.A.	PONTEVEDRA	10,78	0,78

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
169	Villa Hermanos, S.A.	BURGOS	10,76	0,76
170	Abel Fernández, S.A.	CANTABRIA	10,69	0,69
171	Trebol Center, S.A.	ASTURIAS	10,59	0,59
172	Distribuciones Amposta, S.A.	TARRAGONA	10,57	0,57
173	Supermercados El Tiburon, S.A.	BARCELONA	10,57	0,57
174	Tecnología Comercial de Vanguardia, S.A.	BALEARES	10,57	0,57
175	Vega Berisa, S.A.	CANTABRIA	10,52	0,52
176	Distribuciones Cardoso, S.A.	HUELVA	10,49	0,49
177	Ecovol, S.A.	SEVILLA	10,49	0,49
178	Supermercats Econòmics, S.A. (Supeco)	BARCELONA	10,46	0,46
179	Supermercados Eulogio, S.A.	SEGOVIA	10,46	0,46
180	Alzamora, S.A.	BALEARES	10,46	0,46
181	Selecciones Cármicas Viñolo, S.A.	CUENCA	10,44	0,44
182	Alimentación Ballester, S.L.	BARCELONA	10,38	0,38
183	Riera Comercial d'Alimentació, S.L.	GERONA	10,32	0,32
184	Bon Preu, S.A.	BARCELONA	10,30	0,30
185	Supermercados Schex, Romero, S.A.	MADRID	10,26	0,26
186	Francisco Puig Masjoan, S.A.	GERONA	10,25	0,25
187	Codere Servicios, S.A.	MADRID	10,24	0,24
188	Supermercados Catalanes, S.A. (Sucasa)	TARRAGONA	10,20	0,20
189	Sodial 15, S.A.	JAEN	10,04	0,04
190	Supermercados Pujol, S.A. (Supsa)	LERIDA	9,99	-0,01
191	Alimentaria Conquense, S.A.	CUENCA	9,96	-0,04
192	Distop, S.A.	BARCELONA	9,87	-0,13
193	Savengo, S.A.	LA CORUÑA	9,85	-0,15
194	Distribuidora del Oeste, S.A.	BADAJOS	9,84	-0,16
195	Supermercado Dama, S.L.	MURCIA	9,84	-0,16
196	Makro, Autoservicio Mayoneta, S.A.	MADRID	9,80	-0,20

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
197	Supercano, S.A.	MADRID	9,77	-0,23
198	Punta de la Plata, S.A.	MALAGA	9,77	-0,23
199	Pascual Hermanos, S.L.	BURGOS	9,76	-0,24
200	Unifor, S.A.	MADRID	9,69	-0,31
201	Comercial Xanquei, S.L.	LA CORUÑA	9,68	-0,32
202	Hermanos Carrasco Romero, S.A.	CADIZ	9,67	-0,33
203	Supermercados Cádiz, S.A.	CADIZ	9,66	-0,34
204	Agrupación Comercial, S.A.	TARRAGONA	9,66	-0,34
205	Alcampo, S.A.	MADRID	9,61	-0,39
206	Tenders Agrupats, S.A. (Tasa)	TARRAGONA	9,60	-0,40
207	Distribuidora Bosch Hermanos, S.A.	LERIDA	9,60	-0,40
208	Segodis, S.A.	SEGOVIA	9,59	-0,41
209	Fórmula Adecuada para Cataluña, S.A.	BARCELONA	9,59	-0,41
210	Dialco, S.A.	SEVILLA	9,55	-0,45
211	Almacenes de la Fuente Martos, S.A.	SEVILLA	9,55	-0,45
212	Cia. Gallega de Supermercados, S.A.	LA CORUÑA	9,55	-0,45
213	Ecoteide, S.A.	TENERIFE	9,51	-0,49
214	Distribuidora de Alim. del Sureste, S.L. (Dialsur)	ALICANTE	9,50	-0,50
215	Magatzems Prats, S.L.	BARCELONA	9,48	-0,52
216	Comerbal, S.A.	GERONA	9,48	-0,54
217	Comercial Domenech Roca, S.A.	BARCELONA	9,41	-0,59
218	Unión Detallistas de Vallecas, S.L. (Undeva)	MADRID	9,39	-0,61
219	Supermercats Fraga, S.A.	BARCELONA	9,34	-0,66
220	Dumaya, S.A.	MALAGA	9,30	-0,70
221	Super Mugar, S.A.	GRANADA	9,30	-0,70
222	Tragoz, S.A. (Grupo T.G.)	SALAMANCA	9,21	-0,79
223	Ezequiel Arribas, S.A.	VALLADOLID	9,18	-0,84
224	Distribuciones Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	9,10	-0,90

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
225	Gamacer, S.A.	BARCELONA	9,10	-0,90
226	Mantequeras G. Varela, S.A.	MADRID	9,09	-0,91
227	Supermercados Grumi, S.A.	MADRID	9,09	-0,91
228	La Despensa, S.A.	MADRID	9,08	-0,92
229	Autoservicio Ministerio, S.A.	MADRID	9,07	-0,93
230	Unidroco, S.A.	BARCELONA	9,07	-0,93
231	Francisco Miró, S.A.	BARCELONA	9,06	-0,94
232	Distribuciones Escoda, S.A.	TARRAGONA	9,03	-0,97
233	S.A. Gestora de Economat (Gelco)	GUADALAJARA	9,00	-1,00
234	Cash Matos, S.A.	SEVILLA	8,99	-1,01
235	Borpe, S.A.	ALICANTE	8,98	-1,02
236	Hiper Almuñecar, S.A.	GRANADA	8,97	-1,03
237	Benitich Retailing Centre, S.A.	MÁLAGA	8,94	-1,06
238	Saunisa, S.A.	MADRID	8,90	-1,10
239	Supermercados Dani, S.A. (Danisa)	GRANADA	8,89	-1,11
240	Manuel Vallejo, S.A.	CADIZ	8,89	-1,11
241	Ramon y Vidal, S.L.	VALENCIA	8,86	-1,14
242	Caro Ruiz, S.A.	CORDOBA	8,85	-1,15
243	Herdosan, S.A.	LAS PALMAS	8,84	-1,16
244	Leonardo Vázquez, S.A.	MADRID	8,84	-1,16
245	Destilerías de l'Urgell, S.A.	BARCELONA	8,81	-1,19
246	Almacenes Simon, S.A.	CASTELLON	8,81	-1,19
247	Supermercats Stock, S.A.	BARCELONA	8,80	-1,20
248	Hiper Ciudadela, S.L.	BALEARES	8,80	-1,20
249	Agrupación Detallistas de Alimentación, S.A. (ADAA)	RIOJA	8,79	-1,21
250	Tomás Barreto, S.A.	TENERIFE	8,72	-1,28
251	Hermanos Saavedra, S.L.	CADIZ	8,67	-1,33
252	Gruvassa Ibérica, S.A.	CANTABRIA	8,67	-1,33

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
253	Supermercados Guerrero, S.A.	GRANADA	8,66	-1,34
254	Sucesores de Pedro Soriano Buforn, S.L.	ALICANTE	8,60	-1,40
255	Distribuidora Levantina de Alimentación, S.L. (Dil)	CASTELLON	8,59	-1,41
256	Sociedad Hispánica de Desarrollo, S.A.	GUIPUZCOA	8,59	-1,41
257	Galefrut, S.A.	GUADALAJARA	8,58	-1,42
258	Grupo Hiper-Valme, S.A.	SEVILLA	8,57	-1,43
259	Centros Comerciales Continente, S.A.	MADRID	8,54	-1,46
260	Drinks Fargo, S.A.	BARCELONA	8,52	-1,48
261	Supercentro, S.A.	MADRID	8,52	-1,48
262	La Cabaña, Hnos. González, S.A.	CANTABRIA	8,42	-1,58
263	Sebastián de la Fuente, S.A.	VIZCAYA	8,39	-1,61
264	Luis Piña, S.A.	JAEN	8,35	-1,65
265	Cecilio Arevalillo, S.A.	MADRID	8,34	-1,66
266	Jose Espinosa Pomares, S.A.	MURCIA	8,33	-1,67
267	Almacenes Mar Y Mar, S.A.	BADAJOS	8,31	-1,69
268	Hiper Laredo, S.A.	CANTABRIA	8,30	-1,70
269	Antonio Rabert, S.A.	BARCELONA	8,30	-1,70
270	Comercial Los Valeros, S.A.	BADAJOS	8,26	-1,74
271	Hogarlin, S.A.	PONTEVEDRA	8,22	-1,78
272	Hipermercados Reunidos, S.A. (Hiperunsa)	MÁLAGA	8,22	-1,78
273	Noralco, S.A.	VIZCAYA	8,18	-1,82
274	Emcadi, S.A.	BARCELONA	8,13	-1,87
275	Supermercados Tan Tan, S.A.	BALEARES	8,12	-1,88
276	Francisco Casado, S.A.	GUIPUZCOA	8,11	-1,89
277	Mopemar, S.L.	TOLEDO	8,10	-1,90
278	Sucesores de Manuel Gómez, S.L.	ZARAGOZA	8,04	-1,96
279	González Cabello, S.A.	CORDOBA	8,02	-1,98
280	Bernabeu Pic, S.L.	ALICANTE	7,95	-2,05

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
281	Alimentación Díaz Mesonero, S.A.	SALAMANCA	7,93	-2,07
282	Granada Unión Detallista de Alimentación, S.A. (Granada)	GRANADA	7,85	-2,15
283	Dunnes Stores Andalucía, S.A.	MALAGA	7,85	-2,15
284	Mercapagar, S.L.	MADRID	7,81	-2,19
285	Cia. de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (Madrid)	MADRID	7,79	-2,21
286	Alonso Hiperca, S.A.	MADRID	7,73	-2,27
287	Coop. Coviran Sdad. Andaluza	GRANADA	7,71	-2,29
288	Enaco, S.A.	CASTELLON	7,70	-2,30
289	Supermercados Alcosto, S.A.	MADRID	7,67	-2,33
290	Distribuciones y Colonias Lasarte, S.L.	GUIPUZCOA	7,66	-2,34
291	González de Peredo, S.A.	CADIZ	7,64	-2,36
292	Supermercados Gokos, S.A.	VIZCAYA	7,62	-2,38
293	Roman García Romo, S.A.	GUADALAJARA	7,53	-2,47
294	Simago, S.A.	MADRID	7,51	-2,49
295	Super 9 Garcias, S.A.	BARCELONA	7,48	-2,52
296	Supermercado Juanbu, S.A.	VIZCAYA	7,41	-2,59
297	M. Y B. Gigante, S.A.	MADRID	7,41	-2,59
298	Tobeco, S.A.	LERIDA	7,39	-2,61
299	Juan Fornes Fornés, S.A.	ALICANTE	7,35	-2,65
300	Teógenes Ruiz, S.A.	CUENCA	7,33	-2,67
301	Miquel Alimentació Grup, S.A.	GERONA	7,26	-2,74
302	Industrias Gaditanas de Frio Industrial, S.A.	CADIZ	7,23	-2,77
303	Supermercados Alonso Alarcon, S.A.	MADRID	7,22	-2,78
304	Colonias Pellicer, S.A. (Copersa)	MURCIA	7,15	-2,85
305	Supermercados Arjol, S.A.	ZARAGOZA	7,13	-2,87
306	Cafes Mora, S.L.	TOLEDO	7,12	-2,88
307	Domingo Cadenas, S.A.	BADAJOS	7,08	-2,92
308	Adolfo Marineto, S.A.	MALAGA	7,08	-2,92

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
309	Pepe Vaquero, S.L.	SEVILLA	7,07	-2,93
310	Almacenes Pérez Torres, S.A.	MALAGA	7,01	-2,99
311	Ecomora, S.A.	TOLEDO	7,01	-2,99
312	Sigla, S.A.	MADRID	6,97	-3,03
313	Manuel Madrigal Martínez, S.A.	MURCIA	6,96	-3,04
314	Cash Dropelche, S.A.	ALICANTE	6,94	-3,06
315	Claudio Moreno y Cia., S.A.	SEGOVIA	6,94	-3,06
316	Pamplona Distribución, S.A.	NAVARRA	6,91	-3,09
317	Distribuidora Unibe, S.A.	ALMERIA	6,86	-3,14
318	Hijos de Luis Rodríguez, S.A.	ASTURIAS	6,86	-3,14
319	Romen, S.L.	GUIPUZCOA	6,77	-3,23
320	Delhogar, S.A.	MADRID	6,75	-3,25
321	Auro-Cash, S.A.	BARCELONA	6,75	-3,25
322	Cash Lazo, S.A.	SEVILLA	6,74	-3,26
323	Almacenes San Miguel, S.A.	JAEN	6,71	-3,29
324	Sucesores de Fernando Calavia, S.A.	ZARAGOZA	6,70	-3,30
325	Supermercados Llobet, S.A.	BARCELONA	6,69	-3,31
326	Ekosa, S.A.	VIZCAYA	6,68	-3,32
327	Comercial Guzmán, S.L.	STA. CRUZ DE T.	6,68	-3,32
328	Dayber, S.A.	BALEARES	6,68	-3,32
329	Ves, S.A.	CANTABRIA	6,67	-3,33
330	Supermercados Cop, S.A.	BALEARES	6,67	-3,33
331	Carmelo Tosco, S.A.	TENERIFE	6,62	-3,38
332	Super Grup, S.A.	BARCELONA	6,59	-3,41
333	Domingo Grau, S.A.	BARCELONA	6,56	-3,44
334	Supermercados Euomar, S.A.	LAS PALMAS	6,54	-3,46
335	Pedro González Tejeda y Cia., S.A.	BADAJOS	6,51	-3,49
336	Supermercados Cruz Mayor, S.A.	LAS PALMAS	6,46	-3,54

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
337	Hermanos Español Soutiño, S.L.	PONTEVEDRA	6,39	-3,61
338	Hermanos Bolaños, S.A.	LAS PALMAS	6,38	-3,62
339	Unión Alimenticia, S.A. (Unasa)	VALLADOLID	6,36	-3,64
340	Coloniales Barbed, S.A.	VIZCAYA	6,35	-3,65
341	Cabrero e Hijos, S.A.	HUESCA	6,34	-3,66
342	Pedro Duque Canarias, S.A.	TENERIFE	6,30	-3,70
343	Booker C+C Cash & Carry	BARCELONA	6,24	-3,76
344	Coloniales Alcañiz, S.A.	TERUEL	6,21	-3,79
345	Juan Noves Hervas, S.A.	CIUDAD REAL	6,21	-3,79
346	Distribuidora Navarra, S.L.	NAVARRA	6,17	-3,83
347	Raúl Girona, S.A.	GERONA	6,15	-3,85
348	Pedro Ramon, S.A.	LERIDA	6,14	-3,86
349	Comercial J. Galarza, S.A.	LAS PALMAS	6,10	-3,90
350	Coperco, S.A.	MADRID	6,09	-3,91
351	Autoservicios Navarra, S.L.	CASTELLON	6,03	-3,97
352	Comercial Nublo, S.A.	LAS PALMAS	6,02	-3,98
353	Paulino García, S.A.	CADIZ	5,99	-4,01
354	Ramírez Santos, S.A.	CORDOBA	5,93	-4,07
355	Hijo de J. Juan García, S.A.	VALENCIA	5,88	-4,12
356	Centro Comercial Industrial, S.A.	BARCELONA	5,88	-4,12
357	Hiper Sans, S.L.	BARCELONA	5,84	-4,16
358	Hijos de Ignacio Tabares, S.L.	ORENSE	5,77	-4,23
359	Serko Danok, S.A.	VIZCAYA	5,77	-4,23
360	Supermercados Felipe, S.L.	TENERIFE	5,78	-4,24
361	Distribuidora Alimenticia Comarcal, S.A. (Dacsa)	TARRAGONA	5,66	-4,34
362	Distribuciones Alibe, S.A.	ASTURIAS	5,63	-4,37
363	Yuebaa, S.A.	TENERIFE	5,63	-4,37
364	Romero Ballesterro, S.A.	BARCELONA	5,62	-4,38

Nº	Empresa	Provincia	Rotación de Stocks	Diferencia Sector
365	Playa de Madrid, S.A.	MADRID	5,62	-4,38
366	Almacenes Riason, S.A.	CANTABRIA	5,62	-4,38
367	Cash Granada, S.A.	GRANADA	5,59	-4,41
368	Francisco Hernández Vidal, S.A.	MURCIA	5,56	-4,44
369	Alimentación Serrano, S.A.	BADAJOS	5,52	-4,48
370	Miguel Aguilar, S.L.	VALENCIA	5,50	-4,50
371	Concepción Vera Jiménez, S.A.	MADRID	5,49	-4,51
372	Malaquías Morales, S.A.	ASTURIAS	5,48	-4,52
373	Comercial Hnos. Ortega, S.A.	SORIA	5,45	-4,55
374	Supermercados Flor, S.A.	CASTELLÓN	5,39	-4,61
375	Rodríguez Maestre, S.L.	CIUDAD REAL	5,38	-4,62
376	Manglo, S.A.	VALLADOLID	5,37	-4,63
377	Sucursalismo y Distribución, S.A.	MADRID	5,34	-4,66
378	Comercial Bastetana Manzano, S.L.	GRANADA	5,32	-4,68
379	Grupalin, S.A.	JAEN	5,31	-4,69
380	Super Hermanos García, S.A.	MADRID	5,30	-4,70
381	Centro Comercial Masó, S.A.	GERONA	5,30	-4,70
382	Hijos de Blas Palomo, S.A.	MALAGA	5,27	-4,73
383	Galerías Gildo, S.L.	SALAMANCA	5,27	-4,73
384	Gaspar Vela, S.A.	TOLEDO	5,26	-4,74
385	Feria, S.A.	TENERIFE	5,22	-4,78
386	Ignacio de las Cuevas, S.A.	ORENSE	5,22	-4,78
387	Garcimar, S.A.	BARCELONA	5,15	-4,85
388	Jose Padilla Francés, S.L.	LAS PALMAS	5,15	-4,85
389	Domingo Marqués, S.A.	BALEARES	5,14	-4,86
390	Sdad. Coop. Ltda. San Carlos	VIZCAYA	5,10	-4,90
391	Sucursalismo Cacereno, S.A.	CACERES	5,03	-4,97
392	Almacenes Arresi, S.A.	LA CORUÑA	5,02	-4,98

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
393	Bide Onera Vasca, Sdad. Coop. Ltda.	VIZCAYA	5,00	-5,00
394	Suárez Yáñez, S.A.	LAS PALMAS	4,98	-5,02
395	Comercial Delicias, S.L.	ZARAGOZA	4,90	-5,10
396	Ventagrama, S.A.	BARCELONA	4,87	-5,13
397	Drogueria y Perfumeria Vicmar, S.A.	BARCELONA	4,87	-5,13
398	Comercial Morrongo, S.A.	ALICANTE	4,75	-5,25
399	Codina Alimentación, S.A.	PALENCIA	4,73	-5,27
400	Trigasa, S.A.	BARCELONA	4,73	-5,27
401	Juan Alberto Recio, S.A.	SALAMANCA	4,72	-5,28
402	Almacenes La Venta Nueva, S.L.	TENERIFE	4,68	-5,32
403	Central de Compras de Supermercados Canarios (CSC)	LAS PALMAS	4,58	-5,42
404	Luis de la Rosa, S.L.	TENERIFE	4,52	-5,48
405	A. Cardoso, S.A.	SEVILLA	4,51	-5,49
406	Super G, S.A.	ALICANTE	4,49	-5,51
407	Consumidores Agrupados, S.A.	BARCELONA	4,48	-5,52
408	Mercados Comestibles Isleños, S.A. (Mercoisa)	BALEARES	4,44	-5,56
409	Suministros Danena, S.A.	GUIPUZCOA	4,39	-5,61
410	Cash Andalucía, S.A.	SEVILLA	4,37	-5,63
411	Supermercados Aguilera, S.A.	MADRID	4,34	-5,66
412	Unión Castillo, S.L.	LAS PALMAS	4,30	-5,70
413	Almacenes La Carmina, S.L.	SALAMANCA	4,28	-5,72
414	Coop. Ind. de Bdgas. Madrileñas, S.C.L.	MADRID	4,27	-5,73
415	Sucesores de Pedro Pérez Gasent, S.A.	ALICANTE	4,23	-5,77
416	García Verdugo, S.A.	VIZCAYA	4,22	-5,78
417	Almacenes Conrado Martín, S.A.	MADRID	4,20	-5,80
418	Hermanos Rodríguez León, S.A.	MALAGA	4,19	-5,81
419	Comercial Escolá, S.L.	BARCELONA	4,18	-5,84
420	Aybsa, S.L.	CASTELLON	4,10	-5,90

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stocks</u>	<u>Diferencia Sector</u>
421	Ecosax, S.L.	ALICANTE	4,09	-5,91
422	Almacenes Pereda, S.L.	TOLEDO	4,09	-5,91
423	El Corte Inglés, S.A.	MADRID	4,06	-5,94
424	Mar Futura, S.A.	MADRID	4,05	-5,95
425	Comercial Pontense, S.A.	GERONA	4,00	-6,00
426	Lafuente Lorenzo, S.A.	BARCELONA	3,99	-6,01
427	Eco Mercado Avila, S.A.	AVILA	3,97	-6,03
428	González y Compañía, S.L.	ASTURIAS	3,96	-6,04
429	Camadi, S.A.	BARCELONA	3,94	-6,06
430	Camion y Duran, S.A.	TOLEDO	3,93	-6,07
431	Expo Balear de Alimentación, S.A.	BALEARES	3,90	-6,10
432	Bona Compra, S.A.	BARCELONA	3,87	-6,13
433	Torreallas Aranda, S.A.	VALENCIA	3,85	-6,15
434	Hiper Usera, S.A.	MADRID	3,79	-6,21
435	Cash Caracol, S.L.	MURCIA	3,78	-6,22
436	Veyve, S.A.	MADRID	3,72	-6,28
437	Hiper Montserrat, S.A.	GERONA	3,64	-6,36
438	Fidel Mora, S.A.	BADAJOS	3,62	-6,38
439	Comercial Ekoel, S.A.	ALMERIA	3,61	-6,39
440	Quenxo, S.L.	LA CORUÑA	3,49	-6,51
441	Centro Comercial Crevillet, S.L.	CADIZ	3,48	-6,52
442	Economato Santa Clara, S.A.	MADRID	3,46	-6,54
443	Aldeasa, S.A.	MADRID	3,32	-6,68
444	Distribuidora de los Puertos, S.A.	CADIZ	3,32	-6,68
445	Javier Virto, S.A.	NAVARRA	3,30	-6,70
446	Gregorio Rodríguez, S.A. (Gregosa)	TENERIFE	3,25	-6,75
447	Barandiaran, S.A.	VIZCAYA	3,18	-6,82
448	Santiago Sur, S.A.	TENERIFE	3,14	-6,86

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.2.

Rankings por Rotación de Stocks

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Rotación de Stock</u>	<u>Diferencia Sector</u>
446	Gregorio Rodríguez, S.A. (Gregosa)	TENERIFE	3,25	-6,75
447	Barandiarán, S.A.	VIZCAYA	3,18	-6,82
448	Santiago Sur, S.A.	TENERIFE	3,14	-6,86
449	Congelados Surpesca, S.L.	CADIZ	3,10	-6,90
450	Hermanos Muñoz Torrado, S.A.	CADIZ	3,06	-6,94
451	Jose Luis de la Rosa Casas, S.A.	GRANADA	3,01	-6,99
452	M.A. Distribuciones, S.A.	ALBACETE	2,95	-7,05
453	Salamar, S.A.	MADRID	2,94	-7,06
454	Almacenes Lallave, S.A.	BADAJOS	2,86	-7,14
455	Manuel Pérez Rodríguez y Hnos., S.L.	SEVILLA	2,78	-7,22
456	Almacenes Freiria, S.L.	ORENSE	2,74	-7,26
457	Manuel Orejas, S.A.	ASTURIAS	2,68	-7,32
458	Casa Espina, S.A.	BARCELONA	2,63	-7,37
459	Benoska, S.L.	VALENCIA	2,54	-7,46
460	Drogas Roda, S.L.	ALBACETE	2,51	-7,49
461	Mercabolsa, S.A.	LA CORUÑA	2,47	-7,53
462	Mavi Distribución, S.A.	BARCELONA	2,42	-7,58
463	Amoya Congelados, S.A.	LA CORUÑA	2,28	-7,72
464	Almacenes Mérida, S.A.	CADIZ	2,12	-7,88
465	Gil-Go, S.A.	MADRID	2,10	-7,90
466	Almacenes Mengual, S.A.	BARCELONA	2,03	-7,97
467	Galimerca, S.A.	LA CORUÑA	1,83	-8,17
468	7 Alimentación 7, S.A.	ZARAGOZA	1,11	-8,89
469	Beri, S.A.	BARCELONA	1,04	-8,96
470	Jumirsa, S.A.	SALAMANCA	0,90	-9,10
471	Licores Figuerola, S.A.	BARCELONA	0,70	-9,30
472	Canales Hermanos, S.L.	MADRID	0,28	-9,72

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
1	El Corte Inglés, S.A.	MADRID	134.584.000
2	Aldeasa, S.A.	MADRID	3.919.541
3	Supermercados Sabeco, S.A.	ZARAGOZA	1.258.402
4	Ecovol, S.A.	SEVILLA	1.051.824
5	Cia. de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (Cadyssa)	MADRID	922.086
6	Bide Onera Vasca, Sdad. Coop. Ltda.	VIZCAYA	906.551
7	Almacenes Mérida, S.A.	CADIZ	832.595
8	Unidroco, S.A.	BARCELONA	773.328
9	Miquel Alimentació Grup, S.A.	GERONA	625.995
10	Pedro Duque Canarias, S.A.	TENERIFE	529.703
11	Adolfo Marineto, S.A.	MALAGA	421.286
12	Amoya Congelados, S.A.	LA CORUÑA	405.300
13	Almacenes La Venta Nueva, S.L.	TENERIFE	404.485
14	Distribuidora Licorera Castellana, S.A.	BURGOS	392.053
15	Almacenes Casan, S.A.	LA CORUÑA	390.582
16	Ves, S.A.	CANTABRIA	362.244
17	Carmelo Tosco, S.A.	TENERIFE	353.160
18	Industrias Gaditanas de Frío Industrial, S.A.	CADIZ	350.166
19	Garcimar, S.A.	BARCELONA	321.769
20	Centros de Distribución Vegon, S.A.	PONTEVEDRA	316.425
21	Jumirsa, S.A.	SALAMANCA	308.353
22	Supermercados Dani, S.A. (Danisa)	GRANADA	304.668
23	Centro Comercial Industrial, S.A.	BARCELONA	302.412
24	Manuel Orejas, S.A.	ASTURIAS	298.541
25	Codina Alimentación, S.A.	PALENCIA	297.100
26	Unión Detallistas Españoles, Sdad. Coop. (Unide)	MADRID	295.183
27	Supermercados Tinerfeños, S.A.	STA. CRUZ DE T	291.269
28	Hilario Osoro, S.A.	ASTURIAS	279.386

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
29	Comercial Escotà, S.L.	BARCELONA	263.407
30	Supermercados Antolín, S.A.	BARCELONA	262.655
31	Ramírez Santos, S.A.	CORDOBA	235.793
32	Almacenes Conrado Martín, S.A.	MADRID	235.760
33	Juan Alberto Recio, S.A.	SALAMANCA	232.049
34	Saunisa, S.A.	MADRID	230.738
35	Ezequiel Arribas, S.A.	VALLADOLID	228.591
36	Roman García Romo, S.A.	GUADALAJARA	220.493
37	Trigasa, S.A.	BARCELONA	219.645
38	Lafuente Lorenzo, S.A.	BARCELONA	209.496
39	Cabrero e Hijos, S.A.	HUESCA	207.222
40	Veyve, S.A.	MADRID	203.051
41	Francisco Hernández Vidal, S.A.	MURCIA	199.035
42	Coloniales Cruz, S.A.	ORENSE	194.369
43	Coloniales Barbed, S.A.	VIZCAYA	184.359
44	Malaquías Morales, S.A.	ASTURIAS	182.610
45	González y Compañía, S.L.	ASTURIAS	179.300
46	Torrecillas Aranda, S.A.	VALENCIA	177.759
47	Distribuidora Levantina de Alimentación, S.L. (Dil)	CASTELLON	174.181
48	Alimentación Batlletero, S.L.	BARCELONA	173.362
49	Sdad. Coop. Ltda. San Carlos	VIZCAYA	171.899
50	Ventagrama, S.A.	BARCELONA	170.022
51	Distribución de Productos de Alimentación, S.A.	MADRID	167.962
52	Norteña de Distribución, S.A.	BARCELONA	165.657
53	Codere Servicios, S.A.	MADRID	165.129
54	Almacenes Mar Y Mar, S.A.	BADAJOS	157.862
55	Leonardo Vázquez, S.A.	MADRID	157.366
56	Javier Virto, S.A.	NAVARRA	152.154

Fuente: IBD Book's 95.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
57	Suárez Yáñez, S.A.	LAS PALMAS	145.615
58	Comercial Nublo, S.A.	LAS PALMAS	142.967
59	García Verdugo, S.A.	VIZCAYA	139.375
60	Comercial Delicias, S.L.	ZARAGOZA	139.091
61	Bibiano Hermanos, S.L.	ALICANTE	138.323
62	Pedro Ramon, S.A.	LERIDA	136.011
63	A. Cardoso, S.A.	SEVILLA	134.363
64	Domingo Cadenas, S.A.	BADAJOS	133.571
65	Almacenes Gavira, S.L.	CADIZ	132.908
66	Suñer Girona, S.L.	GERONA	130.555
67	Domingo Grau, S.A.	BARCELONA	129.899
68	Ecoteide, S.A.	TENERIFE	124.339
69	Casa Rexach, S.A.	GERONA	123.607
70	Ignacio de las Cuevas, S.A.	ORENSE	122.061
71	Supermercados Euromar, S.A.	LAS PALMAS	111.971
72	Sucesores de Fernando Calavia, S.A.	ZARAGOZA	108.855
73	Cafes Mora, S.L.	TOLEDO	101.535
74	Camadi, S.A.	BARCELONA	97.848
75	Martínez de Quel, S.L.	LA RIOJA	96.781
76	Drogas Castillo, S.A.	ALBACETE	96.309
77	Distribuciones García Fernández, S.L.	CORDOBA	95.012
78	Domingo Marqués, S.A.	BALEARES	90.068
79	Manuel Pérez Rodríguez y Hnos., S.L.	SEVILLA	88.292
80	Murcia Andres Meseguer, S.A.	MURCIA	87.809
81	Delhogar, S.A.	MADRID	86.899
82	Miguel Aguilar, S.L.	VALENCIA	85.465
83	Super Grup, S.A.	BARCELONA	83.155
84	Tedgenes Ruiz, S.A.	CUENCA	82.867

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
85	Antonio Rabert, S.A.	BARCELONA	82.248
86	Supermercados Aguilera, S.A.	MADRID	80.674
87	Miguel Medina Gómez, S.A.	ALICANTE	80.656
88	Servicios Concertados Izarra, S.A.	VIZCAYA	80.244
89	Hogarlin, S.A.	PONTEVEDRA	78.310
90	Cash Caracol, S.L.	MURCIA	78.306
91	Suministros Danena, S.A.	GUIPUZCOA	78.975
92	Centra Distribución, S.A.	MADRID	73.894
93	Comercial Rexach-Quart, S.L.	GERONA	72.812
94	Hiper Montserrat, S.A.	GERONA	71.811
95	Comercial Ekoel, S.A.	ALMERIA	71.714
96	Feria, S.A.	TENERIFE	70.850
97	Supermercado Rafa, S.A.	VIZCAYA	69.927
98	Cash Europa, S.A.	MURCIA	69.485
99	La Cabaña, Hnos. González, S.A.	CANTABRIA	69.013
100	7 Alimentación 7, S.A.	ZARAGOZA	68.303
101	Rodríguez Maestre, S.L.	CIUDAD REAL	67.819
102	Distribuciones Escoda, S.A.	TARRAGONA	61.380
103	Cuevas y Martín, S.L.	MADRID	61.004
104	Almacenes Anesi, S.A.	LA CORUÑA	60.757
105	Dunnes Stores Andalucía, S.A.	MALAGA	60.406
106	Hedomisan, S.A.	LAS PALMAS	59.918
107	Ecomix, S.A.	MADRID	59.312
108	Hermanos Jorro, S.A.	ALICANTE	58.247
109	Abel Fernández, S.A.	CANTABRIA	57.930
110	Licores Figuerola, S.A.	BARCELONA	57.762
111	Comarbal, S.A.	GERONA	57.674
112	Huevos Leon, S.L.	LEON	57.120

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
113	Benoska, S.L.	VALENCIA	55.816
114	Bacardi 12, S.L.	BARCELONA	55.631
115	Destilerías de l'Urgell, S.A.	BARCELONA	53.868
116	Supermercados Llobet, S.A.	BARCELONA	49.146
117	Villa Hermanos, S.A.	BURGOS	49.094
118	Mantequerías G. Varela, S.A.	MADRID	48.583
119	Almacenes Laliave, S.A.	BADAJOS	48.377
120	Super 9 Garcías, S.A.	BARCELONA	48.185
121	Alimentación Mas, S.A.	BARCELONA	48.017
122	Roberto Albert, S.A.	VALENCIA	47.240
123	Sucesores de Pedro Pérez Gasent, S.A.	ALICANTE	46.925
124	Alimentación Herrera, S.A.	CIUDAD REAL	45.470
125	Broilers Del Sur, S.A. (Brosur)	CADIZ	45.048
126	Sucursalismo Cacereno, S.A.	CACERES	44.817
127	Hijo de J. Juan García, S.A.	VALENCIA	44.809
128	Penta Española de Distribución, S.A.	MADRID	44.795
129	Droguería y Perfumería Vicmar, S.A.	BARCELONA	43.272
130	Comercial Oblanca, S.A.	LEON	41.569
131	Tenders Agrupats, S.A. (Tasa)	TARRAGONA	41.155
132	Almacenes San Miguel, S.A.	JAEN	40.534
133	Supermercado Ercoreca, S.A.	VIZCAYA	40.088
134	Playa de Madnd, S.A.	MADRID	39.417
135	Consorti de Productes Alimentaris, S.A.	BARCELONA	38.963
136	Distribuciones Alibe, S.A.	ASTURIAS	38.521
137	Noralco, S.A.	VIZCAYA	37.172
138	Romero Ballesteros, S.A.	BARCELONA	36.920
139	Romen, S.L.	GUIPUZCOA	36.411
140	Vicente Alonso, S.L.	CADIZ	35.947

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
141	Grupalin, S.A.	JAEN	35.229
142	Supermercado Juanbu, S.A.	VIZCAYA	34.685
143	Cash Bages, S.A.	BARCELONA	34.218
144	Fidei Mora, S.A.	BADAJOS	33.638
145	Comercial Bastetana Manzano, S.L.	GRANADA	32.716
146	Centre Comercial Masó, S.A.	GERONA	31.133
147	Galerías Gildo, S.L.	SALAMANCA	30.945
148	Comercial Morrongo, S.A.	ALICANTE	30.895
149	Riera Comercial d'Alimentació, S.L.	GERONA	29.998
150	Drogas Roda, S.L.	ALBACETE	28.224
151	Coperco, S.A.	MADRID	28.052
152	Detallistas Unidos, S.A.	BARCELONA	27.772
153	Mavi Distribución, S.A.	BARCELONA	27.699
154	Gaspar Veia, S.A.	TOLEDO	27.654
155	Serko Danok, S.A.	VIZCAYA	27.239
156	Serco Repalega, S.A.	VIZCAYA	26.735
157	Santiago Sur, S.A.	TENERIFE	26.379
158	Mofesa, S.A.	ASTURIAS	25.982
159	Dayber, S.A.	BALEARES	25.076
160	Eco Mercado Avila, S.A.	AVILA	25.030
161	Cash Lazo, S.A.	SEVILLA	24.726
162	Garnacer, S.A.	BARCELONA	24.712
163	Quenxo, S.L.	LA CORUÑA	24.003
164	Antonio y Faustino Cabanillas, S.L.	BADAJOS	23.989
165	Bona Compra, S.A.	BARCELONA	23.783
166	Hernaez y Ciarrusta, S.L.	VIZCAYA	23.702
167	Urtapesca, S.A.	VIZCAYA	23.475
168	Distribución y Agrupación Comercial, S.A.	ALAVA	22.617

Fuente: IBD Book's 95.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
169	Selecciones Cármicas Viñolo, S.A.	CUENCA	22.608
170	Unión Alimenticia, S.A. (Unasa)	VALLADOLID	22.598
171	Hermanos Bolaños, S.A.	LAS PALMAS	22.528
172	Cash Osona Rabada, S.A.	BARCELONA	22.276
173	Ayebsa, S.L.	CASTELLON	21.456
174	Beri, S.A.	BARCELONA	21.246
175	Hijos de Blas Palomo, S.A.	MALAGA	21.056
176	EkoAma, S.L.	PONTEVEDRA	20.732
177	Super 4 Hermanos Ruiz, S.A.	BARCELONA	20.653
178	Almacenes Riason, S.A.	CANTABRIA	20.190
179	Distribuidora Alimenticia Comarcal, S.A. (Dacsa)	TARRAGONA	20.088
180	9 Mataro, S.A.	BARCELONA	19.804
181	Distribuidora Extremeña De Alimentación, S.A.	BADAJOS	19.317
182	Almacenes Pérez Torres, S.A.	MALAGA	19.004
183	Alonso Hipercas, S.A.	MADRID	18.226
184	Jose Luis Schetz, y Cia., S.A.	MALAGA	17.609
185	Supercentro, S.A.	MADRID	15.934
186	Ana Pons Central, S.A.	TARRAGONA	15.364
187	Alimentación Blasco, S.A.	BARCELONA	14.084
188	Hermanos Bueno Jiménez, S.A.	SALAMANCA	13.334
189	Francisco Puig Masjoan, S.A.	GERONA	12.978
190	Salamar, S.A.	MADRID	12.908
191	Almacenes La Carmina, S.L.	SALAMANCA	12.590
192	Cecoa, S.A.	BADAJOS	12.487
193	Banaketak, S.A.	VIZCAYA	12.126
194	Supermercado Gelsa, S.A.	VIZCAYA	12.049
195	Francisco Casado, S.A.	GUIPUZCOA	11.430
196	Comercial Hnos. Ortega, S.A.	SORIA	10.284

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
197	Comercial Domenech Roca, S.A.	BARCELONA	10.029
198	Yubaa, S.A.	TENERIFE	9.496
199	Expo Balear de Alimentación, S.A.	BALEARES	9.132
200	Raúl Girona, S.A.	GERONA	8.572
201	Economato Santa Clara, S.A.	MADRID	8.042
202	Comercial J. Galarza, S.A.	LAS PALMAS	6.804
203	Alindat, S.L.	ALMERIA	5.425
204	Almacenes Mauriz Pena, S.L.	LA CORUÑA	4.967
205	Manglo, S.A.	VALLADOLID	4.761
206	Gracego, S.L.	MADRID	4.437
207	Licors Jane, S.L.	TARRAGONA	4.117
208	Supermercats Stock, S.A.	BARCELONA	3.730
209	Super Baeza, S.L.	ALICANTE	3.711
210	Comercial Superma, S.A.	MADRID	3.014
211	Hiper Laredo, S.A.	CANTABRIA	2.730
212	Concepción Vera Jiménez, S.A.	MADRID	2.405
213	Supermercados Tic-Tac, S.A.	BARCELONA	1.611
214	S.A. Gestora de Economatos (Gelco)	GUADALAJARA	1.047
215	Super T, S.A.	TARRAGONA	987
216	Almacenes Pareda, S.L.	TOLEDO	778
217	Ricardo Mitjans, S.A.	BARCELONA	679
218	Distribuciones Pedro Vives, S.L.	ALICANTE	-12
219	Comercial Pontense, S.A.	GERONA	-43
220	Supermercados Guerrero, S.A.	GRANADA	-442
221	Supermercados Krone, S.A.	PONTEVEDRA	-709
222	Pepe Vaquero, S.L.	SEVILLA	-748
223	Rodilesa, S.A.	LAS PALMAS	-1.485
224	Establecimientos Daniel Mas, S.A.	BARCELONA	-1.521

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
225	Lacteos Aragoneses, S.A.	ZARAGOZA	-1.649
226	Tecnologia Comercial de Vanguardia, S.A.	BALEARES	-1.832
227	Distribuciones Rodngo, S.A.	ZARAGOZA	-2.174
228	Congelados Mieres, S.L.	ASTURIAS	-2.474
229	Gil-Go, S.A.	MADRID	-2.987
230	Auro-Cash, S.A.	BARCELONA	-3.058
231	Agrupación Detallistas de Alimentación, S.A. (ADA)	LA RIOJA	-3.754
232	Savengo, S.A.	LA CORUÑA	-4.048
233	Casa Espina, S.A.	BARCELONA	-4.980
234	Comercial Nieto, S.A.	LA CORUÑA	-5.120
235	Consumidores Agrupados, S.A.	BARCELONA	-5.148
236	Segodis, S.A.	SEGOVIA	-5.206
237	Barandiaran, S.A.	VIZCAYA	-5.284
238	Cash Levante, S.L.	MURCIA	-5.695
239	Supermercados Flor, S.A.	CASTELLON	-5.841
240	Ecosax, S.L.	ALICANTE	-6.374
241	Almacenes de la Fuente Martos, S.A.	SEVILLA	-6.816
242	Supermercado Dama, S.L.	MURCIA	-7.073
243	Frio Union, S.L.	MADRID	-9.016
244	Almacenes Freiria, S.L.	ORENSE	-9.059
245	Hueposa, S.A.	MALAGA	-9.800
246	Pedro González Tejeda y Cia., S.A.	BADAJOS	-9.964
247	Fórmula Adecuada para Cataluña, S.A.	BARCELONA	-10.061
248	M.A. Distribuciones, S.A.	ALBACETE	-10.065
249	Eco Del Puerto, S.A.	CADIZ	-11.523
250	Central de Compras de Supermercados Canarios (Cencosu)	LAS PALMAS	-12.701
251	Nicasio Celdrán Atienzar, S.A.	MURCIA	-13.140
252	Magatzems Prats, S.L.	BARCELONA	-13.511

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
253	Super G, S.A.	ALICANTE	-13.976
254	Luis de la Rosa, S.L.	TENERIFE	-14.005
255	Supermercados Gokos, S.A.	VIZCAYA	-14.069
256	Autoservicio Ministerio, S.A.	MADRID	-15.702
257	Supermercados Ric-Mar, S.A.	BARCELONA	-15.931
258	Comercial Martínez Sánchez, S.A.	PONTEVEDRA	-16.033
259	Enlac, S.A.	NAVARRA	-17.052
260	Drinks Fargo, S.A.	BARCELONA	-17.418
261	Carrión y Durán, S.A.	TOLEDO	-17.745
262	Supermercados Anjol, S.A.	ZARAGOZA	-17.936
263	Coloniales Alcañiz, S.A.	TERUEL	-18.156
264	Congelados Surpesca, S.L.	CADIZ	-18.231
265	Ecozar, S.A.	MADRID	-18.951
266	Alimentación Díaz Mesonero, S.A.	SALAMANCA	-22.021
267	Transbesa, S.A.	MADRID	-22.442
268	Coloniales Albacete, S.A. (Coalsa)	ALBACETE	-23.835
269	Super Amara, S.L.	GUIPUZCOA	-23.741
270	Distop, S.A.	BARCELONA	-23.787
271	Sumegra, S.L.	ALICANTE	-24.455
272	Alimentación Serrano, S.A.	BADAJOS	-24.817
273	Congelados Lipesca, S.A.	LERIDA	-25.865
274	Supermercados Hiber, S.A.	MADRID	-26.311
275	Sodial 15, S.A.	JAEN	-26.438
276	Galefruit, S.A.	GUADALAJARA	-27.473
277	Sucesores de Manuel Gómez, S.L.	ZARAGOZA	-27.614
278	Hijos de Marciano Fuentes, S.L.	CIUDAD REAL	-28.419
279	Segundo de Paz y Hermanos, S.A.	TENERIFE	-28.910
280	Almacenes Mengual, S.A.	BARCELONA	-29.183

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
281	Centro Comercial Crevillet, S.L.	CADIZ	-29.481
282	Hermanos Valencia, S.A.	BARCELONA	-29.731
283	Alimentación Gragera, S.L.	BADAJOS	-29.925
284	Pereira Productos del Mar, S.A.	PONTEVEDRA	-30.772
285	Helados y Maticos, S.A. (Helymar)	LA RIOJA	-31.439
286	Supermercados Gloria, S.A.	GRANADA	-31.495
287	Alnape, S.A.	MURCIA	-31.548
288	Congelados Daniel Sebastià, S.L.	VALENCIA	-31.733
289	Hermanos Carrasco Romero, S.A.	CADIZ	-31.770
290	Cash Dropelche, S.A.	ALICANTE	-32.381
291	Frigoríficos Morales, S.A.	MURCIA	-32.453
292	Hermanos Español Soutiño, S.L.	PONTEVEDRA	-32.611
293	Mopemar, S.L.	TOLEDO	-33.376
294	Mercapagar, S.L.	MADRID	-33.633
295	Distribuidora del Oeste, S.A.	BADAJOS	-34.088
296	Condal Aliment, S.A.	BARCELONA	-34.806
297	Alzamora, S.A.	BALEARES	-35.914
298	Manuel Madrigal Martínez, S.A.	MURCIA	-36.155
299	Mar Futura, S.A.	MADRID	-36.452
300	Unico, S.A.	MURCIA	-36.765
301	Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	-37.617
302	Baly Alka, S.L.	MALAGA	-37.751
303	Coop. Coviran Sdad. Andaluza	GRANADA	-38.299
304	Distribuidora Navarra, S.L.	NAVARRA	-38.325
305	Claudio Moreno y Cia., S.A.	SEGOVIA	-39.433
306	Lanzateide Comercial, S.A.	TENERIFE	-39.507
307	Coloniales Pellicer, S.A. (Copersa)	MURCIA	-39.951
308	Sociedad Hispánica de Desarrollo, S.A.	GUIPUZCOA	-41.204

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
309	Diproc, S.A.	MADRID	-41.872
310	Distribuidora de los Puertos, S.A.	CADIZ	-42.886
311	Gregorio Rodríguez, S.A. (Gregosa)	TENERIFE	-43.323
312	Supermercats Fraga, S.A.	BARCELONA	-43.740
313	Supermercados Grumi, S.A.	MADRID	-44.077
314	Centro Comercial Tarrasa, S.A.	BARCELONA	-44.090
315	Cuniel y Díaz, S.A.	TOLEDO	-44.394
316	Almacenes Martínez Vnd, S.A.	MURCIA	-44.680
317	Jose Padilla Francés, S.L.	LAS PALMAS	-45.603
318	Cármicas Guadiana, S.A.	BADAJOS	-46.149
319	La Despensa, S.A.	MADRID	-46.585
320	Centro Lagun, S.A.	VIZCAYA	-47.512
321	Supermercado Tantifa, S.A.	BARCELONA	-50.817
322	Hiper Sans, S.L.	BARCELONA	-51.150
323	Victoriano Moldes Ruibal, S.A.	PONTEVEDRA	-51.383
324	Borpe, S.A.	ALICANTE	-51.749
325	Oblanca Costa, S.A.	ASTURIAS	-52.661
326	Celodis, S.A.	BARCELONA	-53.063
327	Envasado y Distribución, S.A.	ALBACETE	-54.520
328	Juan Noves Hervas, S.A.	CIUDAD REAL	-55.948
329	Autoservicios Navarra, S.L.	CASTELLON	-56.333
330	Ecomora, S.A.	TOLEDO	-56.852
331	Caro Ruiz, S.A.	CORDOBA	-57.344
332	Distac, S.A.	BARCELONA	-58.040
333	Super Hermanos Garcia, S.A.	MADRID	-59.139
334	Hijos de Timoteo Diaz, S.A.	TOLEDO	-60.106
335	Mercados Comestibles Isleños, S.A. (Mercoisa)	BALEARES	-60.112
336	Supermercados Cádiz, S.A.	CADIZ	-62.112

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
337	Super Mugar, S.A.	GRANADA	-62.483
338	Ramon y Vidal, S.L.	VALENCIA	-63.657
339	Establiments d'Alimentació, S.A.	BARCELONA	-64.047
340	Supermercados Nueva Andalucía, S.A.	ALMERIA	-66.123
341	Casa Evansto, S.A.	BARCELONA	-66.127
342	Supercano, S.A.	MADRID	-69.019
343	Hermanos Rodríguez Leon, S.A.	MALAGA	-74.018
344	Distribuidora Bosch Hermanos, S.A.	LERIDA	-74.585
345	Distribuciones Amposta, S.A.	TARRAGONA	-75.689
346	Cash Andalucía, S.A.	SEVILLA	-76.493
347	Coop. Ind. de Bdgas. Madriñeas, S.C.L.	MADRID	-77.899
348	Emdico, S.A.	MURCIA	-78.265
349	Ecos Manchegos, S.A.	CIUDAD REAL	-78.406
350	Tojeiro Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	-79.384
351	Vda. de Miguel Arenas, S.A. (Grupo)	GRANADA	-79.448
352	Hiper Ciudadela, S.L.	BALEARES	-81.928
353	Distribuciones Cardoso, S.A.	HUELVA	-81.930
354	Emcadi, S.A.	BARCELONA	-83.822
355	Centros Comerciales Arca, S.A.	ASTURIAS	-85.904
356	Hiper Almuñecar, S.A.	GRANADA	-87.799
357	Gruvasa Ibérica, S.A.	CANTABRIA	-88.013
358	Hijos de Luis Rodríguez, S.A.	ASTURIAS	-88.167
359	Supermercados Pujol, S.A. (Supsa)	LERIDA	-90.166
360	Jose Luis de la Rosa Casas, S.A.	GRANADA	-90.322
361	Granada Unión Detallista de Alimentación, S.A. (Granuda)	GRANADA	-91.270
362	Jose Espinosa Pomares, S.A.	MURCIA	-92.899
363	Mercalasa, S.A.	ALICANTE	-93.485
364	Mercabolsa, S.A.	LA CORUÑA	-95.142

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
365	González Cabello, S.A.	CORDOBA	-98.353
366	Los Corales, S.L.	LA CORUÑA	-98.987
367	Manuel Vallejo, S.A.	CADIZ	-101.735
368	Supermercados Alduba, S.A.	MADRID	-103.957
369	Comercial Los Valeros, S.A.	BADAJOS	-104.030
370	Abeto, S.A.	SEVILLA	-104.084
371	Alimentaria Conquense, S.A.	CUENCA	-106.834
372	González de Peredo, S.A.	CADIZ	-108.955
373	Frutas y Alimentos de Cantabria, S.A.	CANTABRIA	-108.695
374	Comercial Xanquei, S.L.	LA CORUÑA	-110.155
375	Tobeco, S.A.	LERIDA	-111.252
376	Bernabeu Pic, S.L.	ALICANTE	-114.456
377	Cash Sar, S.A.	LA CORUÑA	-119.253
378	Tomás Barreto, S.A.	TENERIFE	-119.800
379	Supermercados Eulogio, S.A.	SEGOVIA	-122.478
380	Promotora Distribuidora Andaluza, S.A.	GRANADA	-123.930
381	Hermanos Saavedra, S.L.	CADIZ	-126.067
382	Sucursalismo y Distribución, S.A.	MADRID	-130.554
383	Cia. Galega de Supermercados, S.A.	LA CORUÑA	-130.635
384	Juan Fomés Fornés, S.A.	ALICANTE	-130.874
385	Ecoahorro, S.A.	MALAGA	-132.268
386	Supermercado Salobreña, S.A.	GRANADA	-132.844
387	Distribución Mercat, S.A.	BALEARES	-133.040
388	Majife, S.A.	BADAJOS	-139.438
389	Valdivia Vélez Málaga, S.A.	MALAGA	-146.405
390	Unión Castillo, S.L.	LAS PALMAS	-151.384
391	Ekosa, S.A.	VIZCAYA	-154.347
392	Cecilio Arenalillo, S.A.	MADRID	-156.732

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.3.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
393	Supermercados Felipe, S.L.	TENERIFE	-159.616
394	Carlos Diaz Y Cia., S.A.	LA CORUÑA	-163.470
395	Almacenes Simon, S.A.	CASTELLON	-168.623
396	Prncesalísimo, S.L.	VALENCIA	-171.752
397	Hiper Tambo, S.L.	CACERES	-179.100
398	Distribuidora Unibe, S.A.	ALMERIA	-181.725
399	Cash Granada, S.A.	GRANADA	-199.628
400	Hijos de Ignacio Tabares, S.L.	ORENSE	-202.065
401	Valdis, S.A.	BALEARES	-202.096
402	Promotora de Minimercados, S.A.	MADRID	-203.351
403	Agrupación Comercial, S.A.	TARRAGONA	-206.157
404	Supermercados Cop, S.A.	BALEARES	-206.749
405	M. Y B. Gigante, S.A.	MADRID	-211.549
406	Autoservicios Romero, S.A.	CASTELLON	-212.293
407	Sucesores de Pedro Soriano Buforn, S.L.	ALICANTE	-223.575
408	Canales Hermanos, S.L.	MADRID	-228.224
409	Eliper, S.A.	ASTURIAS	-228.403
410	Supermercados Catalanes, S.A. (Sucasa)	TARRAGONA	-235.701
411	Supermercados 3-B, S.A.	TARRAGONA	-245.058
412	Supermercados Tan Tan, S.A.	BALEARES	-250.006
413	Congelats Reunits, S.A.	BARCELONA	-251.252
414	Cemar Alimentación, S.L.	LUGO	-253.997
415	Francisco Miró, S.A.	BARCELONA	-262.512
416	Deza Alimentación, S.A.	CORDOBA	-283.587
417	Vego Supermercados, S.A.	PONTEVEDRA	-285.133
418	Hermanos Muñoz Torrado, S.A.	CADIZ	-289.100
419	Supermax, S.A.	HUESCA	-295.060
420	Distribuciones y Colonias Lasarte, S.L.	GUIPUZCOA	-301.101

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
421	Comercial Guzmán, S.L.	STA. CRUZ DE T	-319.855
422	Pascual Hermanos, S.L.	BURGOS	-346.369
423	Supermercados Schex. Romero, S.A.	MADRID	-348.200
424	Hiper Usera, S.A.	MADRID	-356.345
425	Supermercados Gigante, S.A.	BALEARES	-378.120
426	Supermercats Econòmics, S.A. (Supeco)	BARCELONA	-382.628
427	Pamplona Distribución, S.A.	NAVARRA	-409.052
428	Galimerca, S.A.	LA CORUÑA	-433.808
429	Centros Comerciales Gijón, S.A.	ASTURIAS	-436.551
430	Trebol Center, S.A.	ASTURIAS	-437.336
431	Grupo Hermanos Martín, S.A.	SEVILLA	-450.561
432	Cash Matos, S.A.	SEVILLA	-481.486
433	Afonso Pérez Distribuciones, S.A.	ORENSE	-497.084
434	Unión Detallistas de Vallecas, S.L. (Undeva)	MADRID	-508.700
435	Paulino García, S.A.	CADIZ	-513.013
436	Supermercados Alfonso Alarcon, S.A.	MADRID	-521.715
437	Berutich Retailing Centre, S.A.	MÁLAGA	-523.844
438	Super Stop, S.A.	GERONA	-543.667
439	Alimerka, S.A.	ASTURIAS	-557.331
440	Bon Preu, S.A.	BARCELONA	-562.632
441	Punta de la Plata, S.A.	MÁLAGA	-565.549
442	Hipermercados Reunidos, S.A. (Hiperunsa)	MÁLAGA	-605.710
443	Dumaya, S.A.	MÁLAGA	-638.983
444	Almacenes Paquer, S.A.	BARCELONA	-646.352
445	Supermercados El Tiburon, S.A.	BARCELONA	-656.700
446	Comercial Piedra Trujillo, S.L.	CORDOBA	-659.118
447	Supermercados Claudio, S.A.	LA CORUÑA	-669.291
448	Booker C+C Cash & Carry	BARCELONA	-670.511

Fuente: IBD Book's 95.

Rankings por Fondo de Maniobra

<u>Nº</u>	<u>Empresa</u>	<u>Provincia</u>	<u>Fondo de Maniobra</u>
449	Centro Comercial Fuenlabrada, S.A.	MADRID	-735.458
450	Vega Benisa, S.A.	CANTABRIA	-771.038
451	Distribuidora de Alim. del Sureste, S.L. (Dialsur)	ALICANTE	-784.985
452	Almacenes Gomez Serrano, S.A.	MALAGA	-802.844
453	Distribuciones Froiz, S.A.	PONTEVEDRA	-829.629
454	Ecore, S.A.	MADRID	-837.458
455	Luis Piña, S.A.	JAEN	-878.457
456	Ahorramas, S.A.	MADRID	-900.914
457	Gallega de Distribuidores de Alimentación, S.A.	LA CORUÑA	-904.385
458	Enaco, S.A.	CASTELLON	-1.000.218
459	Herdosan, S.A.	LAS PALMAS	-1.181.536
460	Unifor, S.A.	MADRID	-1.197.099
461	S.A. de Supermercados y Autoservicios (Supera)	MADRID	-1.260.352
462	Supermercados Alcosto, S.A.	MADRID	-1.302.934
463	Sebastián de la Fuente, S.A.	VIZCAYA	-1.363.472
464	Dialco, S.A.	SEVILLA	-1.450.473
465	Establecimientos Alfaro, S.A.	MADRID	-1.475.331
466	Jumbo Comercial, S.A.	MADRID	-1.533.818
467	Autoservicios Caprabo, S.A.	BARCELONA	-1.724.720
468	Dagesa (Grupo)	ZARAGOZA	-1.736.075
469	Transmeridional, S.A.	MADRID	-1.751.966
470	Maxor, S.A.	GERONA	-1.920.111
471	Valvi, S.A.	GERONA	-1.981.035
472	Sigla, S.A.	MADRID	-2.107.124
473	Grupo Hiper-Valme, S.A.	SEVILLA	-2.311.947
474	Supermercados Cruz Mayor, S.A.	LAS PALMAS	-2.375.473
475	Tragoz, S.A. (Grupo T.G.)	SALAMANCA	-2.383.046
476	Jobac, S.A.	VALENCIA	-2.961.377
477	Consum, Sdad. Coop. Ltda.	VALENCIA	-5.154.832
478	Simago, S.A.	MADRID	-8.170.465
479	Makro, Autoservicio Mayonsta, S.A.	MADRID	-8.796.124
480	Alcampo, S.A.	MADRID	-24.285.592
481	Mercadona, S.A.	VALENCIA	-28.598.010
482	Centros Comerciales Pryca, S.A.	MADRID	-34.783.008
483	Centros Comerciales Continente, S.A.	MADRID	-42.425.184

Fuente: IBD Book's 95.

Anexo 2.4.

RELACIÓN DE SUSPENSIONES DE PAGOS EN EL
SECTOR DE LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL

Fecha de presentación	Empresa	Localidad	Deuda (mill. pts)
23-07-88	Kanguro	Alcalá de Henares	--
05-01-94	Barcenilla	Málaga	1.845
07-01-94	unidroper	Peligros	150
10-01-94	José Luis Sánchez y Cía.	Málaga	417
11-01-94	Envasados y Distrib.	Albacete	--
13-01-94	Distribuciones Rafi	Cornellá Llob.	118
04-02-94	Coop. Digsá	Gavá	192
08-02-94	Carmelo Ferragud	Algemesí	440
09-02-94	Almacenes Suso	Bilbao	125
24-02-94	Hermusa	Arona	--
01-03-94	Unión Salazonera Isleña	Isla Cristina	776
28-03-94	Alimentación Choycasa	Plasencia	423
08-04-94	Cash Mar	Isla Cristina	128
11-04-94	Mas Aliment	Cabrera Mar	116
13-04-94	Sdad. Coop. Udacco Ltda.	La Coruña	274
13-06-94	Acción Cía. del Norte	Llarena	201
14-06-94	José Luis Gay	Zaragoza	857
20-06-94	Directo	Cieza	--
28-06-94	Cofeba	P. Mallorca	1.311
28-06-94	Mercalasa	S. Vicente R.	324
28-06-94	Nueva Somosierra	Alcobendas	942
06-07-94	Lorenzo e Hijos	Sevilla	641
29-07-94	Sepu	Barcelona	2.571
02-09-94	Bodegas García	S. Vicente R.	618
09-09-94	Norcón	S. Quirze V.	--
01-10-94	Grupo Hiper-Valme	Dos Hermanas	6.050
20-10-94	Productos Aliment. Gamar	Chirivella	1.118
--	Más por Menos	--	--
--	Coalma	--	--
19/12/94	Galerías Preciados	Madrid	68.449
10/12/95	Mantequerías Leonesas	Madrid	1.000

Fuentes: *Expansión*, 9/12/1994, 19/12/1994 y 4/4/1995; *Cinco Días*, 11/12/1995.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

(miles de pesetas)					
El Corte Inglés, Grupo	1990	1991	1992	1993	1994
ACTIVO					
I. INMOVILIZADO	168906000	187278000	210559000	240946000	294855000
1. Inmov. de Explot. Neto	160583000	176929000	198529000	225249000	274317000
Inmov. Material.	159924000	176694000	198129000	218383000	254234000
(Amortización inm. material)	-83099000	-98688000	-113060000	-128576000	-140441000
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	659000	235000	400000	6866000	20083000
2. Inmov. Financiero Neto	8323000	10349000	12030000	15697000	20538000
Financiero	8323000	10349000	12030000	15697000	20538000
II. CIRCULANTE	267926000	308091000	318896000	325849000	322463000
1. Activo a CP de Explot.	233899000	278755000	293504000	283044000	291284000
Existencias	122536000	147628000	155469000	141951000	148729000
Créditos	111363000	131127000	138035000	141093000	142555000
Comerciales	101873000	116772000	116660000	116860000	115176000
Otros	9490000	14355000	21375000	24233000	27379000
2. Activo a CP Financiero	34027000	29336000	25392000	42805000	31179000
Valores mobiliarios	29000	1347000	241000	636000	1651000
Disponibilidades	33998000	27989000	25151000	42169000	29528000
TOTAL ACTIVO	436832000	495369000	529455000	566795000	617318000
PASIVO					
III. RECURSOS PROPIOS	211376000	246969000	277311000	308465000	333349000
Capital suscrito	37754000	42826000	46207000	47897000	49588000
Prima Emisión	2491000	0	0	0	0
Reservas y otros	171131000	204143000	231104000	260568000	283761000
IV. RECURSOS AJENOS	221759000	244648000	248910000	256941000	281289000
1. Deudas a LP	32903000	41791000	49372000	62539000	73093000
Con entidades de crédito	1388000	1559000	2852000	8870000	61649000
Otras deudas	31515000	40232000	46520000	53669000	11444000
2. Deudas a CP con coste	13703000	10511000	22693000	5349000	9265000
Con entidades de crédito	13592000	7818000	21827000	4754000	8687000
Otras deudas	111000	2693000	866000	595000	578000
3. Deudas a CP sin coste	175153000	192346000	176845000	189053000	198931000
Proveedores	119767000	135148000	125518000	137531000	142477000
Otros acreedores sin coste	51415000	51960000	46367000	46581000	52348000
Ajustes por periodificación	3971000	5238000	4960000	4941000	4106000
Deudas a CP con y sin coste	188856000	202857000	199538000	194402000	208196000
V. PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	3697000	3752000	3234000	1389000	2680000
TOTAL PASIVO	436832000	495369000	529455000	566795000	617318000

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

(miles de pesetas)					
Centros Comerc. Pryca	1990	1991	1992	1993	1994
ACTIVO					
I. INMOVILIZADO	79916000	106272000	136486000	146765000	163642000
1. Inmov. de Explot. Neto	77224000	103508000	134585000	146298000	162960000
Inmov. Material.	77224000	101742000	131837000	143613000	160361000
(Amortización inm. material)	-21188000	-26364000	-33532000	-42939000	-52488000
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	0	1766000	2748000	2685000	2599000
2. Inmov. Financiero Neto	2692000	2764000	1901000	467000	682000
Financiero	2692000	2764000	1901000	467000	682000
II. CIRCULANTE	69928000	90420000	128489000	143033000	146246000
1. Activo a CP de Explot.	37471000	45384000	55234000	50816000	56152000
Existencias	22980000	29288000	36905000	35809000	38695000
Créditos	14491000	16096000	18329000	15007000	17457000
Comerciales	13425000	15083000	16758000	13360000	14857000
Otros	1066000	1013000	1571000	1647000	2600000
2. Activo a CP Financiero	32457000	45036000	73255000	92217000	90094000
Valores mobiliarios	28644000	39509000	67712000	86712000	81060000
Disponibilidades	3813000	5527000	5543000	5505000	9034000
TOTAL ACTIVO	149844000	196692000	264975000	289798000	309888000
PASIVO					
III. RECURSOS PROPIOS	47905000	56387000	94507000	105453000	118943000
Capital suscrito	16822000	16822000	18925000	18925000	18925000
Prima Emisión	0	0	25233000	25233000	25233000
Reservas y otros	31083000	39565000	50349000	61295000	74785000
IV. RECURSOS AJENOS	98341000	135559000	165095000	178560000	185185000
1. Deudas a LP	425000	459000	535000	764000	832000
Con entidades de crédito	0	0	0	0	0
Otras deudas	425000	459000	535000	764000	832000
2. Deudas a CP con coste	0	0	0	0	8683000
Con entidades de crédito	0	0	0	0	8683000
Otras deudas	0	0	0	0	0
3. Deudas a CP sin coste	97916000	135100000	164560000	177796000	175670000
Proveedores	88310000	114738000	138216000	148264000	149640000
Otros acreedores sin coste	9601000	20356000	26344000	29532000	26021000
Ajustes por periodificación	5000	6000	0	0	9000
Deudas a CP con y sin coste	97916000	135100000	164560000	177796000	184353000
V. PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	3598000	4746000	5373000	5785000	5760000
TOTAL PASIVO	149844000	196692000	264975000	289798000	309888000

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

(miles de pesetas)				
Mercadona	1990	1991	1992	1993
ACTIVO				
I. INMOVILIZADO	31044405	40547502	41159215	41212112
1.Inmov. de Explot. Neto	29866404	35645431	37054653	36559342
Inmov. Material.	26922101	30624660	31972496	32582514
(Amortización inm. material)	-9965474	-10827364	-17200965	-21342233
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	2944303	5020771	5082157	3976828
2.Inmov. Financiero Neto	1178001	4902071	4104562	4652770
Financiero	1178001	4902071	4104562	4652770
II. CIRCULANTE	24372328	23481941	16575403	11988152
1.Activo a CP de Explot.	12338227	21759285	14541976	7788182
Existencias	5408863	7362905	6765447	5985734
Créditos	6929364	14396380	7776529	1802448
<i>Comerciales</i>	-17926	306836	7776529	1802448
<i>Otros</i>	6947290	14089544		0
2.Activo a CP Financiero	12034101	1722656	2033427	4199970
Valores mobiliarios	9329625	191859	949898	581982
Disponibilidades	2704476	1530797	1083529	3617988
TOTAL ACTIVO	55416733	64029443	57734618	53200264
PASIVO				
III.RECURSOS PROPIOS	7378293	6171923	5473896	7308667
Capital suscrito	2959279	2959279	2637901	2637901
Prima Emisión	0	0	0	0
Reservas y otros	4419014	3212644	2835995	4670766
IV. RECURSOS AJENOS	47300853	56943006	51453732	45093969
1.Deudas a LP	4631148	5258622	3947864	4507807
Con entidades de crédito	1266112	1113157	396653	480834
Otras deudas	3365036	4145465	3551211	4026973
2.Deudas a CP con coste	5658650	6162493	5464416	366633
Con entidades de crédito	5090995	4787389	5190750	82769
Otras deudas	567655	1375104	273666	283864
3.Deudas a CP sin coste	37011055	45521891	42041452	40219529
Proveedores	28207720	34495513	31706850	32316352
Otros acreedores sin coste	8643400	11026378	10334602	7903177
Ajustes por periodificación	159935	0	0	0
Deudas a CP con y sin coste	42669705	51684384	47505868	40586162
V.PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	737587	914514	806990	797628
TOTAL PASIVO	55416733	64029443	57734618	53200264

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

(miles de pesetas)				
Eroski, Sociedad coop.	1991	1992	1993	1994
ACTIVO				
I. INMOVILIZADO	40696910	42394950	96376269	106787189
1. Inmov. de Explot. Neto	32719264	34635817	94734585	104357078
Inmov. Material.	31531683	34026449	87536884	97334367
(Amortización inm. material)	-8360565	0	0	0
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	1187581	609368	7197701	7022711
2. Inmov. Financiero Neto	7977646	7759133	1641684	2430111
Financiero	7977646	7759133	1641684	2430111
II. CIRCULANTE	15966359	19408546	44426291	51443280
1. Activo a CP de Explot.	11611279	14457715	27501679	31319178
Existencias	6635079	6768500	13696212	16483628
Créditos	4976200	7689215	13805467	14835550
Comerciales	4976200	7397032	13131136	14835550
Otros	0	292183	674331	0
2. Activo a CP Financiero	4355080	4950831	16924612	20124102
Valores mobiliarios	0	0	3996160	2621814
Disponibilidades	4355080	4950831	12928452	17502288
TOTAL ACTIVO	56663269	61803496	140802560	158230469
PASIVO				
III. RECURSOS PROPIOS	17548594	20642732	39518244	42864395
Capital suscrito	5427062	6729620	9443576	11231616
Prima Emisión	0	0	0	0
Reservas y otros	12121532	13913112	30074668	31632779
IV. RECURSOS AJENOS	39114675	40472592	99751189	113488833
1. Deudas a LP	7306015	5779816	20740596	24715419
Con entidades de crédito	7185800	5522250	20248000	24037259
Otras deudas	120215	257566	492596	678160
2. Deudas a CP con coste	0	1230965	8733532	9463088
Con entidades de crédito	0	1230965	8733532	9463088
Otras deudas	0	0	0	0
3. Deudas a CP sin coste	31808660	33461811	70277061	79310326
Proveedores	31808660	28670731	55399763	64723918
Otros acreedores sin coste	0	4791080	14607704	13841546
Ajustes por periodificación	0	0	269594	744862
Deudas a CP con y sin coste	31808660	34692776	79010593	88773414
V. PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	0	688172	1533127	1877241
TOTAL PASIVO	56663269	61803496	140802560	158230469

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

Estructura de balance (% s/ AT)					
El Corte Inglés, Grupo	1990	1991	1992	1993	1994
ACTIVO					
I. INMOVILIZADO	38,67	37,81	39,77	42,51	47,76
1.Inmov. de Explot. Neto	36,76	35,72	37,50	39,74	44,44
Inmov. Material.	36,61	35,67	37,42	38,53	41,18
(Amortización inm. material)	-19,02	-19,92	-21,35	-22,68	-22,75
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	0,15	0,05	0,08	1,21	3,25
2.Inmov. Financiero Neto	1,91	2,09	2,27	2,77	3,33
Financiero	1,91	2,09	2,27	2,77	3,33
II. CIRCULANTE	61,33	62,19	60,23	57,49	52,24
1.Activo a CP de Explot.	53,54	56,27	55,44	49,94	47,19
Existencias	28,05	29,80	29,36	25,04	24,09
Créditos	25,49	26,47	26,07	24,89	23,09
Comerciales	23,32	23,57	22,03	20,62	18,66
Otros	2,17	2,90	4,04	4,28	4,44
2.Activo a CP Financiero	7,79	5,92	4,80	7,55	5,05
Valores mobiliarios	0,01	0,27	0,05	0,11	0,27
Disponibilidades	7,78	5,65	4,75	7,44	4,78
TOTAL ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVO					
III.RECURSOS PROPIOS	48,39	49,86	52,38	54,42	54,00
Capital suscrito	8,64	8,65	8,73	8,45	8,03
Prima Emisión	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas y otros	39,18	41,21	43,65	45,97	45,97
IV. RECURSOS AJENOS	50,77	49,39	47,01	45,33	45,57
1.Deudas a LP	7,53	8,44	9,33	11,03	11,84
Con entidades de crédito	0,32	0,31	0,54	1,56	9,99
Otras deudas	7,21	8,12	8,79	9,47	1,85
2.Deudas a CP con coste	3,14	2,12	4,29	0,94	1,50
Con entidades de crédito	3,11	1,58	4,12	0,84	1,41
Otras deudas	0,03	0,54	0,16	0,10	0,09
3.Deudas a CP sin coste	40,10	38,83	33,40	33,35	32,23
Proveedores	27,42	27,28	23,71	24,26	23,08
Otros acreedores sin coste	11,77	10,49	8,76	8,22	8,48
Ajustes por periodificación	0,91	1,06	0,94	0,87	0,67
Deudas a CP con y sin coste	43,23	40,95	37,69	34,30	33,73
V.PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	0,85	0,76	0,61	0,25	0,43
TOTAL PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

Estructura de balance (% s/ AT)					
Centros Comerc. Pryca	1990	1991	1992	1993	1994
ACTIVO					
I. INMOVILIZADO	53,33	54,03	51,51	50,64	52,81
1.Inmov. de Explot. Neto	51,54	52,62	50,79	50,48	52,59
Inmov. Material.	51,54	51,73	49,75	49,56	51,75
(Amortización inm. material)	-14,14	-13,40	-12,65	-14,82	-16,94
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	0,00	0,90	1,04	0,93	0,84
2.Inmov. Financiero Neto	1,80	1,41	0,72	0,16	0,22
Financiero	1,80	1,41	0,72	0,16	0,22
II. CIRCULANTE	46,67	45,97	48,49	49,36	47,19
1.Activo a CP de Explot.	25,01	23,07	20,84	17,53	18,12
Existencias	15,34	14,89	13,93	12,36	12,49
Créditos	9,67	8,18	6,92	5,18	5,63
Comerciales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros	9,67	8,18	6,92	5,18	5,63
2.Activo a CP Financiero	21,66	22,90	27,65	31,82	29,07
Valores mobiliarios	19,12	20,09	25,55	29,92	26,16
Disponibilidades	2,54	2,81	2,09	1,90	2,92
TOTAL ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVO					
III.RECURSOS PROPIOS	31,97	28,67	35,67	36,39	38,38
Capital suscrito	11,23	8,55	7,14	6,53	6,11
Prima Emisión	0,00	0,00	9,52	8,71	8,14
Reservas y otros	20,74	20,12	19,00	21,15	24,13
IV. RECURSOS AJENOS	65,63	68,92	62,31	61,62	59,76
1.Deudas a LP	0,28	0,23	0,20	0,26	0,27
Con entidades de crédito	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otras deudas	0,28	0,23	0,20	0,26	0,27
2.Deudas a CP con coste	0,00	0,00	0,00	0,00	2,80
Con entidades de crédito	0,00	0,00	0,00	0,00	2,80
Otras deudas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3.Deudas a CP sin coste	65,35	68,69	62,10	61,35	56,69
Proveedores	58,93	58,33	52,16	51,16	48,29
Otros acreedores sin coste	6,41	10,35	9,94	10,19	8,40
Ajustes por periodificación	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudas a CP con y sin coste	65,35	68,69	62,10	61,35	59,49
V.PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	2,40	2,41	2,03	2,00	1,86
TOTAL PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

Estructura de balance (% s/ AT)				
Mercadona	1990	1991	1992	1993
ACTIVO				
I. INMOVILIZADO	56,02	63,33	71,29	77,47
1.Inmov. de Explot. Neto	53,89	55,67	64,18	68,72
Inmov. Material.	48,58	47,83	55,38	61,25
(Amortización inm. material)	-17,98	-16,91	-29,79	-40,12
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	5,31	7,84	8,80	7,48
2.Inmov. Financiero Neto	2,13	7,66	7,11	8,75
Financiero	2,13	7,66	7,11	8,75
II. CIRCULANTE	43,98	36,67	28,71	22,53
1.Activo a CP de Explot.	22,26	33,98	25,19	14,64
Existencias	9,76	11,50	11,72	11,25
Créditos	12,50	22,48	13,47	3,39
Comerciales	-0,03	0,48	0,00	0,00
Otros	12,54	22,00	13,47	0,00
2.Activo a CP Financiero	21,72	2,69	3,52	7,89
Valores mobiliarios	16,84	0,30	1,65	1,09
Disponibilidades	4,88	2,39	1,88	6,80
TOTAL ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVO				
III.RECURSOS PROPIOS	13,31	9,64	9,48	13,74
Capital suscrito	5,34	4,62	4,57	4,96
Prima Emisión	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas y otros	7,97	5,02	4,91	8,78
IV. RECURSOS AJENOS	85,35	88,93	89,12	84,76
1.Deudas a LP	8,36	8,21	6,84	8,47
Con entidades de crédito	2,28	1,74	0,69	0,90
Otras deudas	6,07	6,47	6,15	7,57
2.Deudas a CP con coste	10,21	9,62	9,46	0,69
Con entidades de crédito	9,19	7,48	8,99	0,16
Otras deudas	1,02	2,15	0,47	0,53
3.Deudas a CP sin coste	66,79	71,10	72,82	75,60
Proveedores	50,90	53,87	54,92	60,74
Otros acreedores sin coste	15,60	17,22	17,90	14,86
Ajustes por periodificación	0,29	0,00	0,00	0,00
Deudas a CP con y sin coste	77,00	80,72	82,28	76,29
V.PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	1,33	1,43	1,40	1,50
TOTAL PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.1: Balances de Situación de las grandes empresas

Estructura de balance (% s/ AT)				
Eroski, Sociedad coop.	1991	1992	1993	1994
ACTIVO				
I. INMOVILIZADO	71,82	68,60	68,45	67,49
1.Inmov. de Explot. Neto	57,74	56,04	67,28	65,95
Inmov. Material.	55,65	55,06	62,17	61,51
(Amortización inm. material)	-14,75	0,00	0,00	0,00
Inmov. Inmat. y gtos amortizables	2,10	0,99	5,11	4,44
2.Inmov. Financiero Neto	14,08	12,55	1,17	1,54
Financiero	14,08	12,55	1,17	1,54
II. CIRCULANTE	28,18	31,40	31,55	32,51
1.Activo a CP de Explot.	20,49	23,39	19,53	19,79
Existencias	11,71	10,95	9,73	10,42
Créditos	8,78	12,44	9,80	9,38
<i>Comerciales</i>	8,78	11,97	9,33	9,38
<i>Otros</i>	0,00	0,47	0,48	0,00
2.Activo a CP Financiero	7,69	8,01	12,02	12,72
Valores mobiliarios	0,00	0,00	2,84	1,66
Disponibilidades	7,69	8,01	9,18	11,06
TOTAL ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVO				
III.RECURSOS PROPIOS	30,97	33,40	28,07	27,09
Capital suscrito	9,58	10,89	6,71	7,10
Prima Emisión	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas y otros	21,39	22,51	21,36	19,99
IV. RECURSOS AJENOS	69,03	65,49	70,84	71,72
1.Deudas a LP	12,89	9,35	14,73	15,62
Con entidades de crédito	12,68	8,94	14,38	15,19
Otras deudas	0,21	0,42	0,35	0,43
2.Deudas a CP con coste	0,00	1,99	6,20	5,98
Con entidades de crédito	0,00	1,99	6,20	5,98
Otras deudas	0,00	0,00	0,00	0,00
3.Deudas a CP sin coste	56,14	54,14	49,91	50,12
Proveedores	56,14	46,39	39,35	40,90
Otros acreedores sin coste	0,00	7,75	10,37	8,75
Ajustes por periodificación	0,00	0,00	0,19	0,47
Deudas a CP con y sin coste	56,14	56,13	56,11	56,10
V.PROVIS. RIESGOS Y GTOS.	0,00	1,11	1,09	1,19
TOTAL PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.2: Cuentas de Resultados de las grandes empresas

(miles de pesetas)					
El Corte Inglés, Grupo	1990	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	822904000	947945000	984530000	973108000	1007455000
-Consumos Intermedios	-613677000	-707785000	-738791000	-729559000	-753562000
=Valor Añadido	209227000	240160000	245739000	243549000	253893000
-Gastos de Personal	-141615000	-162131000	-178532000	-177680000	-186480000
=Rtdo. Bruto Explotación	67612000	78029000	67207000	65869000	67413000
-Amortiz. y provisiones	-19338000	-24102000	-25574000	-24692000	-24414000
=Rtdo. Neto Explotación	48274000	53927000	41633000	41177000	42999000
+Rtdo Financiero Neto	-1489000	-404000	-570000	-350000	-1222000
+Ingresos Financ.	4377000	8337000	9939000	11515000	8111000
-Gtos Financieros	-5866000	-8741000	-10509000	-11865000	-9333000
+Rtdo extraord. Neto	1023000	1735000	2788000	2177000	2196000
+Ingresos	2193000	2191000	3068000	2453000	5762000
-Gastos	-1170000	-456000	-280000	-276000	-3566000
=Rtdo. antes de Imp.	47808000	55258000	43851000	43004000	43973000
-Impuesto s/Sociedades	-14014000	-17029000	-12474000	-10674000	-10393000
=Rtdo. Neto	33794000	38229000	31377000	32330000	33580000
Recursos generados	53132000	62331000	56951000	57022000	57994000

Fuentes: Informes anuales de gestión.

(miles de pesetas)					
Centros Comerciales Pryca	1990	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	169669000	366571000	451446000	487139000	528131000
-Consumos Intermedios	-148584000	-323362000	-399023000	-429770000	-462367000
=Valor Añadido	21085000	43209000	52423000	57369000	65764000
-Gastos de Personal	-9958000	-23633000	-30012000	-32734000	-34497000
=Rtdo. Bruto Explotación	11127000	19576000	22411000	24635000	31267000
-Amortiz. y provisiones	-4497000	-9239000	-9773000	-11851000	-12804000
=Rtdo. Neto Explotación	6630000	10337000	12638000	12784000	18463000
+Rtdo Financiero Neto	1310000	2937000	5744000	8661000	8197000
+Ingresos Financ.	1404000	3076000	6745000	9603000	9080000
-Gtos Financieros	-94000	-139000	-1001000	-942000	-883000
+Rtdo extraord. Neto	-63000	1076000	-498000	-222000	-216000
+Ingresos	0	1076000	652000	2105000	761000
-Gastos	-63000	0	-1150000	-2327000	-977000
=Rtdo. antes de Imp.	7877000	14350000	17884000	21223000	26444000
-Impuesto s/Sociedades	-2093000	-3676000	-4348000	-6169000	-8195000
=Rtdo. Neto	5784000	10674000	13536000	15054000	18249000
Recursos generados	10281000	19913000	23309000	26905000	31053000

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.2: Cuentas de Resultados de las grandes empresas

(miles de pesetas)				
Mercadona, S.A.	1990	1991	1992	1993
Ingresos de Explotación	119977121	144026468	149240882	153834534
-Consumos Intermedios	-98704999	-118631368	-120012766	-124367705
=Valor Añadido	21272122	25395100	29228116	29466829
-Gastos de Personal	-15044968	-18550417	-20893281	-21941316
=Rtdo. Bruto Explotación	6227154	6844683	8334835	7525513
-Amortiz. y provisiones	-3473461	-4372282	-5023575	-5152810
=Rtdo. Neto Explotación	2753693	2472401	3311260	2372703
+Rtdo Financiero Neto	-819336	-3125994	-1136088	-522031
+Ingresos Financ.	604478	950371	289857	536852
-Gtos Financieros	-1423814	-4076365	-1425945	-1058883
+Rtdo extraord. Neto	830625	1917247	-61997	20065
+Ingresos	1805595	2548940	525145	507122
-Gastos	-974970	-631693	-587142	-487057
=Rtdo. antes de Imp.	2764982	1263654	2113175	1870737
-Impuesto s/Sociedades	-319575	-238949	-231133	-431893
=Rtdo. Neto	2445407	1024705	1882042	1438844
Recursos generados	5918868	5396987	6905617	6591654

Fuentes: Informes anuales de gestión.

(miles de pesetas)				
Eroski, Sociedad cooper.	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	86989881	103592606	222485446	249598815
-Consumos Intermedios	-69136374	-82722359	-182218336	-236679204
=Valor Añadido	17853507	20870247	40267110	12919611
-Gastos de Personal	-14902602		-26938390	
=Rtdo. Bruto Explotación		20870247	13328720	12919611
-Amortiz. y provisiones		-17683200	-7377679	-7236366
=Rtdo. Neto Explotación		3187047	5951041	5683245
+Rtdo Financiero Neto		1467700	-2604350	-2442316
+Ingresos Financ.				
-Gtos Financieros				
+Rtdo extraord. Neto			1033775	1020155
+Ingresos				
-Gastos				
=Rtdo. antes de Imp.		4654747	4380466	4261084
-Impuesto s/Sociedades		-879747	-240736	
=Rtdo. Neto	2950905	3775000	4139730	4261084
Recursos generados		21458200	11517409	11497450

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.2: Cuentas de Resultados de las grandes empresas

Estructura (% s/ valor añadido)					
El Corte Inglés, Grupo	1990	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	393,31	394,71	400,64	399,55	396,80
-Consumos Intermedios	-293,31	-294,71	-300,64	-299,55	-296,80
=Valor Añadido	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
-Gastos de Personal	-67,68	-67,51	-72,65	-72,95	-73,45
=Rtdo. Bruto Explotación	32,32	32,49	27,35	27,05	26,55
-Amortiz. y provisiones	-9,24	-10,04	-10,41	-10,14	-9,62
=Rtdo. Neto Explotación	23,07	22,45	16,94	16,91	16,94
+Rtdo Financiero Neto	-0,71	-0,17	-0,23	-0,14	-0,48
+Ingresos Financ.	2,09	3,47	4,04	4,73	3,19
-Gtos Financieros	-2,80	-3,64	-4,28	-4,87	-3,68
+Rtdo extraord. Neto	0,49	0,72	1,13	0,89	0,86
+Ingresos	1,05	0,91	1,25	1,01	2,27
-Gastos	-0,56	-0,19	-0,11	-0,11	-1,40
=Rtdo. antes de Imp.	22,85	23,01	17,84	17,66	17,32
-Impuesto s/Sociedades	-6,70	-7,09	-5,08	-4,38	-4,09
=Rtdo. Neto	16,15	15,92	12,77	13,27	13,23

Fuentes: Informes anuales de gestión.

Estructura (% s/ valor añadido)					
Centros Comerciales Pryca	1990	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	804,69	848,37	861,16	849,13	803,07
-Consumos Intermedios	-704,69	-748,37	-761,16	-749,13	-703,07
=Valor Añadido	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
-Gastos de Personal	-47,23	-54,69	-57,25	-57,06	-52,46
=Rtdo. Bruto Explotación	52,77	45,31	42,75	42,94	47,54
-Amortiz. y provisiones	-21,33	-21,38	-18,64	-20,66	-19,47
=Rtdo. Neto Explotación	31,44	23,92	24,11	22,28	28,07
+Rtdo Financiero Neto	6,21	6,80	10,96	15,10	12,46
+Ingresos Financ.	6,66	7,12	12,87	16,74	13,81
-Gtos Financieros	-0,45	-0,32	-1,91	-1,64	-1,34
+Rtdo extraord. Neto	-0,30	2,49	-0,95	-0,39	-0,33
+Ingresos	0,00	2,49	1,24	3,67	1,16
-Gastos	-0,30	0,00	-2,19	-4,06	-1,49
=Rtdo. antes de Imp.	37,36	33,21	34,11	36,99	40,21
-Impuesto s/Sociedades	-9,93	-8,51	-8,29	-10,75	-12,46
=Rtdo. Neto	27,43	24,70	25,82	26,24	27,75

Fuentes: Informes anuales de gestión.

ANEXO 3.2: Cuentas de Resultados de las grandes empresas

Estructura (% s/ valor añadido)				
Mercadona, S.A.				
	1990	1991	1992	1993
Ingresos de Explotación	564,01	567,14	510,61	522,06
-Consumos Intermedios	-464,01	-467,14	-410,61	-422,06
=Valor Añadido	100,00	100,00	100,00	100,00
-Gastos de Personal	-70,73	-73,05	-71,48	-74,46
=Rtdo. Bruto Explotación	29,27	26,95	28,52	25,54
-Amortiz. y provisiones	-16,33	-17,22	-17,19	-17,49
=Rtdo. Neto Explotación	12,95	9,74	11,33	8,05
+Rtdo Financiero Neto	-3,85	-12,31	-3,89	-1,77
+Ingresos Financ.	2,84	3,74	0,99	1,82
-Gtos Financieros	-6,69	-16,05	-4,88	-3,59
+Rtdo extraord. Neto	3,90	7,55	-0,21	0,07
+Ingresos	8,49	10,04	1,80	1,72
-Gastos	-4,58	-2,49	-2,01	-1,65
=Rtdo. antes de Imp.	13,00	4,98	7,23	6,35
-Impuesto s/Sociedades	-1,50	-0,94	-0,79	-1,47
=Rtdo. Neto	11,50	4,04	6,44	4,88

Fuentes: Informes anuales de gestión.

Estructura (% s/ valor añadido)				
Eroski, Sociedad cooper.				
	1991	1992	1993	1994
Ingresos de Explotación	487,24	496,37	552,52	1931,94
-Consumos Intermedios	-387,24	-396,37	-452,52	-1831,94
=Valor Añadido	100,00	100,00	100,00	100,00
-Gastos de Personal	-83,47		-66,90	
=Rtdo. Bruto Explotación		100,00	33,10	100,00
-Amortiz. y provisiones		-84,73	-18,32	-56,01
=Rtdo. Neto Explotación		15,27	14,78	43,99
+Rtdo Financiero Neto		7,03	-6,47	-18,90
+Ingresos Financ.				
-Gtos Financieros				
+Rtdo extraord. Neto			2,57	7,90
+Ingresos				
-Gastos				
=Rtdo. antes de Imp.		22,30	10,88	32,98
-Impuesto s/Sociedades		-4,22	-0,60	0,00
=Rtdo. Neto	16,53	18,09	10,28	32,98

Fuentes: Informes anuales de gestión.

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

RK	(Datos en %)	Coefic. de Caja		(Datos en %)	Coefic. garantía	
		1993	1992		1993	1992
1	Almacenes Freiria, S.L.	-94,14	-272,72	Alfonso Pérez Distribuciones	-225,50	0,90
2	Raúl Girona, S.A.	-37,24	-93,66	Comercial Nieto, S.A.	-214,98	11,88
3	Hijos de Blas Palomo, S.A.	-16,27	6,91	Ricardo Mitjans, S.A.	-108,57	12,60
4	Comercial Morrongo, S.A.	-9,51	4,56	Lanzateide Comercial, S.A.	-80,97	-90,53
5	Supermercados Alonso Alarcc	-8,78	4,88	Majife, S.A.	-42,39	-11,19
6	Coloniales Alcañiz, S.A.	-7,82	-2,15	Los Corales, S.L.	-40,72	5,07
7	M.A. Distribuciones, S.A.	-7,67	-18,15	Supermercados Euomar, S.A	-36,45	-36,76
8	Supermercados Grumi, S.A.	-7,54	-7,03	Coloniales Albacete, S.A.	-36,28	-7,83
9	Mercapagar, S.L.	-6,41	-7,73	Destilerías de l'Urgell, S.A.	-26,88	8,57
10	Super Mugar, S.A.	-6,35	27,48	Frutas y Alimentos de Cantab	-25,47	-18,87
11	Expo Balear de Alimentación	-6,18	-9,22	Almacenes Pereda, S.L.	-21,37	-35,10
12	Centro Comercial Crevillet, S.	-6,15	-1,91	Celodis, S.A.	-13,98	-7,33
13	Almacenes Pereda, S.L.	-5,79	-2,38	Supermercados Catalanes, S./	-11,64	5,63
14	Banaketak, S.A.	-3,64	0,70	Booker C+C Cash & Carry	-10,54	0,95
15	Agrupación Detallistas de Alir	-3,39	19,58	Carrion y Duran, S.A.	-10,14	-64,59
16	Sucursalismo Cacereño, S.A.	-3,30	-2,21	Supermax, S.A.	-6,75	-2,77
17	Veyve, S.A.	-2,82	3,09	Hermanos Rodríguez Leon, S.	-4,93	3,85
18	Sucesores de Pedro Soriano B	-2,35	1,98	Supermercados Cop, S.A.	-2,70	-2,83
19	Pedro Ramon, S.A.	-2,00	9,33	Casa Espina, S.A.	-2,34	13,70
20	Gruvasa Ibérica, S.A.	-1,51	3,81	Alimentaria Conquense, S.A.	-1,90	-3,44
21	Congelados Daniel Sebastiú, S	0,00	-13,73	Cash Andalucía, S.A.	-1,62	-0,16
22	Hermanos Carrasco Romero, S	0,00	12,05	Cárnicas Guadiana, S.A.	-0,41	0,39
23	Supermercados Hiber, S.A.	0,00	0,00	Comercial Pontense, S.A.	0,21	9,56
24	Supermercados Aguilera, S.A.	0,00	11,61	Almacenes Mengual, S.A.	0,25	4,75
25	Sucesores de Manuel Gómez,	0,00	0,00	Valdis, S.A.	0,31	-1,69
26	Lanzateide Comercial, S.A.	0,01	0,00	Mercapagar, S.L.	0,62	-0,20
27	Centra Distribución, S.A.	0,09	0,55	Segundo de Paz y Hermanos,	1,16	0,59
28	Almacenes Conrado Martin, S	0,13	0,16	Centros Comerciales Arca, S.	1,63	0,64
29	Beri, S.A.	0,14	0,67	Cash Matos, S.A.	2,14	3,44
30	Carrion y Duran, S.A.	0,17	1,09	Coop. Coviran Sdad. Andaluz	2,58	12,92
31	Hermanos Rodríguez Leon, S.	0,17	2,62	Supermercados Aguilera, S.A	2,70	7,15
32	Ana Pons Central, S.A.	0,18	0,04	Distribuciones Amposta, S.A.	2,86	2,43
33	Supermercados Ric-Mar, S.A.	0,20	0,52	Licors Jane, S.L.	2,89	1,53
34	Promotora de Minimercados, S	0,25	5,69	Ana Pons Central, S.A.	3,03	3,17
35	Distribuidora de los Puertos, S	0,29	0,02	Pamplona Distribución, S.A.	3,20	0,74
36	Frigoríficos Morales, S.A.	0,32	0,77	Valdivia Vélez Málaga, S.A.	3,28	2,49
37	Comercial Nublo, S.A.	0,37	6,96	Romen, S.L.	3,34	3,22
38	Majife, S.A.	0,39	0,19	Paulino García, S.A.	3,35	28,50
39	Valdis, S.A.	0,39	5,46	Distribuidora Uribe, S.A.	3,70	2,64
40	Valdivia Vélez Málaga, S.A.	0,41	0,59	Autoservicios Navarra, S.L.	3,81	2,49
41	Jose Padilla Francés, S.L.	0,43	n.d.	Francisco Casado, S.A.	4,23	4,57
42	Almacenes Lallave, S.A.	0,45	0,26	Segodis, S.A.	4,24	10,33
43	Unión Detallistas de Vallecas,	0,45	1,32	Jobac, S.A.	4,30	12,58
44	Centros Comerciales Gijón, S.	0,45	2,00	Magatzems Prats, S.L.	4,35	3,85
45	Sucesores de Pedro Pérez Gas	0,46	7,33	Cash Levante, S.L.	4,37	4,04
46	Tojeiro Alimentación, S.A.	0,47	3,08	Ecomora, S.A.	4,40	2,85
47	Cash Dropelche, S.A.	0,53	2,70	Envasado y Distribución, S.A	4,68	23,13
48	Coop. Ind. de Bdgas. Madrileñ	0,56	20,96	Curiel y Díaz, S.A.	4,71	0,64
49	Gregorio Rodríguez (Gregosa)	0,58	0,00	Distribuidora de los Puertos, S	4,72	4,09
50	Comercial Guzmán, S.L.	0,60	6,17	Gruvasa Ibérica, S.A.	4,74	0,06
51	Congelados Lipesca, S.A.	0,62	0,47	Hiper Usera, S.A.	4,82	10,35
52	Urlapesca, S.A.	0,65	0,45	Bona Compra, S.A.	4,92	-5,55

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

53	Cash Andalucía, S.A.	0,70	-19,96	Mercabolsa, S.A.	5,05	n.d.
54	Supermercados Tan Tan, S.A.	0,70	0,61	Banaketak, S.A.	5,22	12,10
55	Caro Ruiz, S.A.	0,73	0,25	Diproco, S.A.	5,33	-58,85
56	Comercial Pontense, S.A.	0,76	2,49	Hermanos Muñoz Torrado, S.	5,33	5,00
57	Berioska, S.L.	0,77	1,36	Promotora Distribuidora And	5,41	10,82
58	Super Stop, S.A.	0,78	2,38	Distribución y Agrupación Cc	5,42	5,15
59	Establecimientos Daniel Mas,	0,80	0,97	Ecore, S.A.	5,54	14,07
60	Javier Virto, S.A.	0,81	1,55	Supermercados Ric-Mar, S.A.	5,64	14,98
61	Comercial Oblanca, S.A.	0,82	1,68	Fórmula Adecuada para Catal	5,68	-6,19
62	Grupo Hiper-Valme, S.A.	0,83	0,28	Distac, S.A.	5,75	4,03
63	Manuel Orejas, S.A.	0,87	1,75	Hiper Almuñecar, S.A.	5,93	19,23
64	Supermercados Catalanes, S.A	0,89	6,23	Dagesa (Grupo)	6,20	13,61
65	Nicasio Celdrán Atienzar, S.A	0,91	5,51	Unión Castillo, S.L.	6,21	5,47
66	Destilerías de l'Urgell, S.A.	0,95	0,29	Supermercados Krone, S.A.	6,54	8,10
67	Canales Hermanos, S.L.	1,03	2,47	Cencosu	6,62	6,48
68	Almacenes Paquer, S.A.	1,03	0,00	Almacenes Paquer, S.A.	6,71	4,34
69	Jose Luis Schez. y Cía., S.A.	1,03	3,77	Cash Sar, S.A.	6,74	5,60
70	Romen, S.L.	1,03	1,79	Jose Luis de la Rosa Casas, S.	6,80	8,09
71	Pedro González Tejeda y Cia.	1,05	2,59	Jose Luis Schez. y Cía., S.A.	6,83	5,35
72	Super Grup, S.A.	1,11	8,34	A. Cardoso, S.A.	7,10	5,88
73	A. Cardoso, S.A.	1,12	4,18	Centro Comercial Crevillet, S	7,14	6,47
74	Ecosax, S.L.	1,13	0,31	Distribuciones Cardoso, S.A.	7,18	4,99
75	Distribuciones Cardoso, S.A.	1,27	2,68	Miguel Aguilar, S.L.	7,24	5,77
76	Almacenes Simon, S.A.	1,29	3,45	Granada Unión Detallista de /	7,39	7,79
77	Miquel Alimentació Grup.	1,31	2,17	Cash Europa, S.A.	7,56	6,60
78	Sodial 15, S.A.	1,35	6,95	Grupo Hermanos Martín, S.A	7,65	5,14
79	Supermercados Gokos, S.A.	1,39	9,40	Alimerka, S.A.	7,79	6,62
80	Distribuciones y Coloniales L	1,41	1,81	Garcimar, S.A.	7,89	4,62
81	Jobac, S.A.	1,48	3,65	Alimentación Serrano, S.A.	7,91	9,77
82	Supermercados 3-B, S.A.	1,49	0,72	Congelados Surpesca, S.L.	8,04	8,86
83	Dayber, S.A.	1,50	4,00	Luis de la Rosa, S.L.	8,22	9,63
84	Supermercados Llobet, S.A.	1,59	0,70	Vega Berisa, S.A.	8,29	10,33
85	Savengo, S.A.	1,60	0,60	Distribuciones Froiz, S.A.	8,30	5,64
86	Coloniales Pellicer, S.A.	1,63	10,70	La Despensa, S.A.	8,34	11,85
87	Drinks Fargo, S.A.	1,65	6,89	Domingo Marqués, S.A.	8,41	15,14
88	Comercial Ekoel, S.A.	1,66	0,69	Francisco Miró, S.A.	8,42	6,75
89	Comercial Los Valeros, S.A.	1,67	9,77	Pepe Vaquero, S.L.	8,46	8,33
90	Garcimar, S.A.	1,71	0,29	Emcadi, S.A.	8,56	10,20
91	Super G, S.A.	1,77	3,01	Gregorio Rodríguez, S.A. (Gr	8,77	8,33
92	Distribuciones Alibe, S.A.	1,77	1,77	Agrupación Detallistas de Ali	8,97	7,96
93	Malaquías Morales, S.A.	1,78	0,96	Jumbo Comercial, S.A.	9,00	16,05
94	Hiper Usera, S.A.	1,78	7,82	M.A. Distribuciones, S.A.	9,04	6,78
95	Autoservicios Navarra, S.L.	1,79	1,55	Hermanos Bolaños, S.A.	9,08	4,27
96	Cencosu	1,84	-0,88	Barandiaran, S.A.	9,20	3,76
97	Villa Hermanos, S.A.	1,88	2,17	Distribuidora Licorera Castell	9,46	7,99
98	Cárnicas Guadiana, S.A.	1,91	39,34	Supermercados Alcosto, S.A.	9,49	10,20
99	M. Y B. Gigante, S.A.	1,93	2,79	Comercial Piedra Trujillo, S.I	9,61	8,23
100	Hijos de Timoteo Díaz, S.A.	1,96	8,16	Coloniales Pellicer, S.A.	9,67	7,80
101	Distribuidora Uribe, S.A.	2,03	2,81	Ecoahorro, S.A.	9,70	8,31
102	Curiel y Díaz, S.A.	2,07	1,20	Congelados Lipesca, S.A.	9,72	14,89
103	Hermanos Muñoz Torrado, S.,	2,07	0,27	Borpe, S.A.	9,74	8,69
104	Makro, Autoservicio Mayor.	2,17	7,13	Distribución Mercat, S.A.	9,90	8,25
105	Hermanos Saavedra, S.L.	2,21	0,93	Comercial Xanquei, S.L.	9,90	8,18
106	Pamplona Distribución, S.A.	2,25	2,24	Beri, S.A.	10,06	9,63

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

107	Alzamora, S.A.	2,27	1,74	Hipermercados Reunidos, S.A	10,14	8,69
108	Supermercados Felipe, S.L.	2,35	4,73	Supermercados Hiber, S.A.	10,16	11,27
109	S.A. de Supermercados y Autc	2,40	1,55	Drogas Roda, S.L.	10,28	10,33
110	Distribución y Agrupación Co	2,41	1,83	Almacenes de la Fuente Mart	10,34	11,27
111	Emdico, S.A.	2,45	16,87	Alonso Hipercas, S.A.	10,38	11,05
112	Dumaya, S.A.	2,45	1,81	Comercial Martínez Sánchez	10,43	9,78
113	Juan Fornés Fornés, S.A.	2,47	5,65	Vda. de Miguel Arenas, S.A.	10,53	9,67
114	Supermercados Euromar, S.A.	2,52	1,27	Hermanos Español Soutiño, S	10,73	10,60
115	Simago, S.A.	2,53	0,00	Domingo Cadenas, S.A.	10,78	8,80
116	Comercial J. Galarza, S.A.	2,54	2,65	Almacenes La Carmina, S.L.	10,80	9,85
117	Oblanca Costa, S.A.	2,57	-7,20	Gallega de Distribuidores de /	10,81	8,81
118	Alonso Hipercas, S.A.	2,60	5,68	Hijos de Luis Rodríguez, S.A.	10,85	19,26
119	Distribuidora Alimenticia Con	2,62	5,08	Jose Padilla Francés, S.L.	10,95	n.d.
120	Adolfo Marineto, S.A.	2,64	7,05	Hiper Sans, S.L.	11,00	12,00
121	Ecoahorro, S.A.	2,64	2,37	Almacenes Lallave, S.A.	11,00	11,65
122	Valvi, S.A.	2,65	3,98	Alimentación Diaz Mesonero	11,05	11,83
123	Carlos Diaz Y Cía., S.A.	2,67	1,46	Maxor, S.A.	11,35	19,91
124	Jumirsa, S.A.	2,69	2,23	Frio Union, S.L.	11,46	7,40
125	Gallega de Distribuidores de A	2,74	4,68	Trebol Center, S.A.	11,59	13,08
126	Cash Matos, S.A.	2,83	5,76	Sodial 15, S.A.	11,60	11,53
127	Francisco Puig Masjoan, S.A.	2,86	3,42	González de Peredo, S.A.	11,70	10,43
128	Establecimientos Alfaro, S.A.	2,86	3,31	Comercial Oblanca, S.A.	11,92	11,13
129	Centros Comer. Pryca	2,88	3,12	M. Y B. Gigante, S.A.	11,95	15,72
130	Hipermercados Reunidos, S.A	2,99	1,07	Juan Fornés Fornés, S.A.	12,05	9,64
131	Booker C+C Cash & Carry	3,02	21,71	Ecosax, S.L.	12,19	12,23
132	Hiper Sans, S.L.	3,03	3,58	Centros Comerciales Gijón, S	12,54	14,94
133	Hermanos Valencia, S.A.	3,03	5,30	Hermanos Saavedra, S.L.	12,57	12,09
134	Centro Comercial Fuenlabrad	3,07	-0,93	Manuel Madrigal Martínez, S.	12,70	15,40
135	Supermercados Cádiz, S.A.	3,12	12,66	Economato Santa Clara, S.A.	12,78	18,88
136	Sigla, S.A.	3,14	6,78	Consum, Sdad. Coop. Ltda.	12,81	10,75
137	Coloniales Cruz, S.A.	3,18	1,05	Jose Espinosa Pomares, S.A.	12,81	16,66
138	Centros de Distribución Vego	3,18	4,52	Grupo Hiper-Valme, S.A.	12,92	6,26
139	Distribuidora Levantina de Ali	3,28	1,57	Supermercados Alonso Alarc	13,02	8,90
140	Alfonso Pérez Distribuciones	3,41	3,53	Bernabeu Pic, S.L.	13,04	18,80
141	Sucursalismo y Distribución	3,43	2,93	Distribuidora Navarra, S.L.	13,14	13,79
142	Hiper Almuñecar, S.A.	3,44	4,00	Expo Balear de Alimentación	13,21	14,84
143	Tenders Agrupats, S.A. (Tasa)	3,49	13,92	Playa de Madrid, S.A.	13,25	13,88
144	Juan Alberto Recio, S.A.	3,53	3,70	Dialco, S.A.	13,26	12,35
145	Bona Compra, S.A.	3,54	2,15	Mercados Comestibles Isleño	13,51	14,49
146	Supermercados Schetz. Romer	3,54	0,94	Super Mugar, S.A.	13,54	11,98
147	Supermercats Fraga, S.A.	3,59	5,27	Almacenes Simon, S.A.	13,57	12,53
148	Codina Alimentación, S.A.	3,65	48,71	Caro Ruiz, S.A.	13,61	14,58
149	Ecozar, S.A.	3,66	2,94	Mercadona, S.A.	13,64	9,38
150	Distribución de Productos de /	3,68	30,29	Sebastián de la Fuente, S.A.	13,68	9,02
151	Unifor, S.A.	3,70	11,75	Detallistas Unidos, S.A.	13,71	17,77
152	Coperco, S.A.	3,77	16,14	Tecnología Comercial de Van	13,71	11,23
153	Supermercados El Tiburon	3,78	3,25	Cash Caracol, S.L.	13,74	16,33
154	Promotora Distribuidora Anda	3,78	5,72	Supermerc. Schetz. Romero	13,87	12,99
155	Broilers Del Sur, S.A.(Brosur)	3,83	11,39	Supermercados 3-B, S.A.	13,92	16,69
156	Domingo Cadenas, S.A.	3,84	3,56	Luis Piña, S.A.	13,94	13,28
157	Santiago Sur, S.A.	3,85	3,51	Comercial Hnos. Ortega	14,04	11,71
158	Pascual Hermanos, S.L.	3,86	5,69	Galimerca, S.A.	14,06	98,01
159	Torrecillas Aranda. S.A.	3,87	-2,21	Hiper Clutadela, S.L.	14,06	n.d.
160	Frutas y Alimentos de Cantabi	3,88	4,60	Transbesa, S.A.	14,18	9,50

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

161	Emcadi, S.A.	3,90	2,09	Juan Alberto Recio, S.A.	14,29	12,83
162	Distribuciones Rodrigo, S.A.	3,97	0,29	Veyve, S.A.	14,31	14,02
163	Cecilio Arevalillo, S.A.	4,00	4,48	Almacenes Gavira, S.L.	14,32	15,76
164	Mercalasa, S.A.	4,06	27,48	Oblanca Costa, S.A.	14,40	16,00
165	Quenxo, S.L.	4,07	9,55	Distrib. Bosch Hermanos	14,54	13,21
166	Eco Del Puerto, S.A.	4,14	2,78	Mopemar, S.L.	14,57	17,40
167	Yuabaa, S.A.	4,16	0,05	Comercial Morrongo, S.A.	14,86	11,41
168	Centros Com.Continente	4,19	5,87	González Cabello, S.A.	14,88	9,84
169	Eliper, S.A.	4,26	5,41	Martínez de Quel, S.L.	15,00	14,99
170	Transmeridional, S.A.	4,28	1,20	Selecciones Cárnicas Viñolo	15,01	17,76
171	Grupalin, S.A.	4,29	8,48	Eco Del Puerto, S.A.	15,03	7,84
172	Gaspar Vela, S.A.	4,30	0,23	Autoservicios Romero, S.A.	15,08	12,91
173	Supermercados Flor, S.A.	4,35	9,07	Supermercados Llobet, S.A.	15,24	15,54
174	Hilario Osoro, S.A.	4,39	6,40	Cash Granada, S.A.	15,26	12,39
175	Los Corales, S.L.	4,40	3,43	Sucesores de Pedro Pérez Gas	15,61	14,63
176	Tomás Barreto, S.A.	4,43	0,57	Comercial Domenech Roca, S	15,63	14,45
177	Hermanos Bolaños, S.A.	4,44	5,45	Distribuidora de Alim. Sures.	15,63	12,21
178	Ekosa, S.A.	4,44	12,18	S.A. Gestora de Economatos	15,74	17,00
179	Abel Fernández, S.A.	4,50	8,61	Congelats Reunits, S.A.	15,76	18,18
180	Supermercados Gloria, S.A.	4,54	4,46	Distribuciones y Coloniales L	15,78	12,29
181	Ecomora, S.A.	4,57	3,32	Licores Figuerola, S.A.	16,21	12,15
182	Cecoa, S.A.	4,60	3,92	Coop. Ind. de Bdgas. Madrile	16,37	13,07
183	Alimentación Serrano, S.A.	4,63	17,98	Ekosa, S.A.	16,58	17,76
184	Jumbo Comercial, S.A.	4,69	4,48	Lacteos Aragoneses, S.A.	16,64	20,48
185	Domingo Marqués, S.A.	4,71	2,81	Savengo, S.A.	16,64	19,23
186	Dagesa (Grupo)	4,79	1,05	Baly Alka, S.L.	16,74	3,10
187	Segundo de Paz y Hermanos, I	4,85	25,70	Supermercados Tan Tan, S.A.	16,75	11,64
188	Distribuciones Amposta, S.A.	4,85	11,89	Comercial Guzmán, S.L.	16,81	10,95
189	Leonardo Vázquez, S.A.	4,90	0,47	Cecilio Arevalillo, S.A.	16,83	15,44
190	Centros Comerciales Arca, S./	4,90	4,96	Juan Noves Hervás, S.A.	16,84	16,69
191	Unión Castillo, S.L.	4,95	12,98	Helados y Mariscos, S.A.	16,92	16,92
192	Licores Figuerola, S.A.	4,95	9,69	Ecos Manchegos, S.A.	16,97	12,12
193	Pedro Duque Canarias, S.A.	4,98	16,13	Establecimientos Alfaro, S.A.	17,13	17,64
194	Borpe, S.A.	4,98	1,93	Alindar, S.L.	17,21	11,74
195	Super Baeza, S.L.	5,00	23,08	Manuel Pérez Rodríguez y Hr	17,21	28,38
196	Super Hermanos García, S.A.	5,01	6,41	Promotora de Minimercados,	17,22	17,96
197	Alcampo, S.A.	5,05	2,74	Comercial Escolú, S.L.	17,27	15,91
198	Tragoz, S.A. (Grupo T.G.)	5,05	8,73	Yuabaa, S.A.	17,39	10,10
199	Grupo Hermanos Martín, S.A.	5,10	5,17	Deza Alimentación, S.A.	17,44	0,67
200	Casa Espina, S.A.	5,10	10,00	Fidel Mora, S.A.	17,46	15,11
201	Ayebsa, S.L.	5,10	4,18	Vego Supermercados, S.A.	17,56	19,97
202	Cash Levante, S.L.	5,11	9,22	Hueposa, S.A.	17,69	12,25
203	Gil-Go, S.A.	5,14	-64,82	Alzamora, S.A.	17,81	23,18
204	Manuel Vallejo, S.A.	5,18	6,12	Valvi, S.A.	17,96	19,33
205	Distribuidora Navarra, S.L.	5,19	2,98	Transmeridional, S.A.	18,08	9,46
206	Francisco Miró, S.A.	5,21	4,71	Establiments d'Alimentació, S	18,31	30,04
207	Barandiaran, S.A.	5,22	4,87	Supercano, S.A.	18,33	15,56
208	Francisco Hernández Vidal, S.	5,25	2,16	Supermercados El Tiburon, S.	18,34	29,08
209	Norteña de Distribución, S.A.	5,27	7,66	Almacenes Pérez Torres, S.A.	18,39	17,16
210	Diproco, S.A.	5,29	2,60	Almacenes Freiria, S.L.	18,63	37,37
211	Sebastián de la Fuente, S.A.	5,39	1,34	Pereira Productos del Mar, S./	18,64	32,04
212	Celodis, S.A.	5,40	10,50	Broilers Del Sur, S.A. (Brosu	18,72	-45,57
213	Almacenes Mengual, S.A.	5,40	2,57	Droguería y Perfumería Vicm	18,73	17,14
214	Mercados Comestibles Isleños	5,43	0,67	Cemar Alimentación, S.L.	18,73	18,38

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

215	Abeto, S.A.	5,46	5,82	Supermercados Cruz Mayor, S.A.	18,93	31,10
216	Distribuciones Froiz, S.A.	5,47	11,73	Galerías Gildo, S.L.	19,02	30,05
217	García Verdugo, S.A.	5,49	0,41	Hermanos Valencia, S.A.	19,03	27,35
218	Saunisa, S.A.	5,50	20,08	Murcia Andres Meseguer, S.A.	19,10	16,01
219	Teógenes Ruiz, S.A.	5,56	8,93	Supermercados Felipe, S.L.	19,11	18,13
220	Granada Unión Detallista de A	5,57	4,32	Mar Futura, S.A.	19,38	29,10
221	Vego Supermercados, S.A.	5,58	5,90	Sucesores de Pedro Soriano B	19,43	20,25
222	Selecciones Cárnicas Viñolo	5,59	4,66	Sucesores de Manuel Gómez,	19,56	16,77
223	Supermercados Nueva Andalu	5,66	7,29	Eliper, S.A.	19,61	15,81
224	Supercano, S.A.	5,71	5,44	Simago, S.A.	19,81	25,02
225	Comercial Domenech Roca, S	5,81	0,83	Berutich Retailing Centre, S./	19,84	5,27
226	Salamar, S.A.	5,93	3,23	Noralco, S.A.	19,87	13,70
227	Fidel Mora, S.A.	5,96	2,28	Ramon y Vidal, S.L.	19,94	15,24
228	Princesalísimo, S.L.	5,97	21,86	Eco Mercado Avila, S.A.	19,99	22,02
229	Supermercados Gigante, S.A.	5,99	2,81	Vicente Alonso, S.L.	20,04	17,42
230	Vda. de Miguel Arenas, S.A.	6,00	8,12	Sucursalismo y Distribución	20,04	18,56
231	Antonio y Faustino Cabanillas	6,03	24,78	Norteña de Distribución, S.A.	20,14	23,01
232	Lacteos Aragoneses, S.A.	6,06	12,24	Supermercado Ercoreca, S.A.	20,19	13,77
233	Supermercados Eulogio, S.A.	6,07	27,37	Riera Comercial d'Alimentaci	20,24	100,00
234	Envasado y Distribución, S.A.	6,10	11,90	Supermercados Tic-Tac, S.A.	20,37	14,18
235	Congelados Surpesca, S.L.	6,14	4,60	Agrupación Comercial, S.A.	20,46	21,39
236	Paulino García, S.A.	6,16	1,88	Rodilesa, S.A.	20,57	20,44
237	Claudio Moreno y Cía., S.A.	6,16	21,94	Punta de la Plata, S.A.	20,64	19,48
238	Distribuidora de Alim. del Sur	6,26	11,72	Comercial Bastetana Manzana	20,70	15,32
239	Distac, S.A.	6,28	18,35	Tobeco, S.A.	20,74	18,40
240	Fórmula Adecuada para Catal	6,31	0,83	Unico, S.A.	20,76	13,15
241	Unico, S.A.	6,32	25,96	Dayber, S.A.	20,78	32,75
242	Helados y Mariscos, S.A.	6,39	9,49	Drinks Fargo, S.A.	20,78	26,39
243	Punta de la Plata, S.A.	6,42	1,34	Distribuidora Alimenticia Coi	20,83	21,21
244	Froiz, S.A.	6,58	26,02	Supermercado Dama, S.L.	20,84	26,10
245	Distribución Mercat, S.A.	6,62	10,95	Super 9 Garcias, S.A.	21,04	14,93
246	Almacenes Casan, S.A.	6,63	1,26	Quenxo, S.L.	21,07	21,85
247	Frilac, S.A.	6,67	6,36	Torrecillas Aranda, S.A.	21,08	20,87
248	Enaco, S.A.	6,71	4,69	Tomás Barreto, S.A.	21,09	19,54
249	Suministros Danena, S.A.	6,75	8,52	Tragoz, S.A. (Grupo T.G.)	21,25	7,66
250	Herdomisan, S.L.	6,79	14,68	Supermercados Flor, S.A.	21,32	21,43
251	González de Peredo, S.A.	6,95	9,78	Super Hermanos García, S.A.	21,62	29,79
252	Berutich Retailing Centre, S.A	7,14	1,21	González y Compañía, S.L.	21,65	24,89
253	Comercial Xanquei, S.L.	7,25	7,00	Supermercados Eulogio, S.A.	21,71	37,44
254	Jose Luis de la Rosa Casas, S..	7,34	9,71	Antonio y Faustino Cabanilla:	21,88	15,08
255	Consum, Sdad. Coop. Ltda.	7,35	0,79	Mofesa, S.A.	21,96	21,53
256	Supermax, S.A.	7,36	4,39	Casa Evaristo, S.A.	22,00	17,47
257	Ves, S.A.	7,42	10,07	Francisco Puig Masjoan, S.A.	22,18	19,52
258	Concepción Vera Jiménez, S./	7,58	-3,51	Centros de Distrib. Vegon	22,22	20,54
259	Camadi, S.A.	7,59	10,98	Princesalísimo, S.L.	22,44	20,47
260	Mercabolsa, S.A.	7,60	n.d.	Hiper Laredo, S.A.	22,55	17,16
261	Playa de Madrid, S.A.	7,63	6,97	Abeto, S.A.	22,65	23,62
262	Ventagrama, S.A.	7,67	9,48	Super Grup, S.A.	22,68	18,12
263	Herdosan, S.A.	7,68	28,61	Centro Comercial Fuenlabrad:	22,73	24,49
264	Distribuidora Bosch Hermano:	7,70	1,99	Hijo de J. Juan García, S.A.	22,74	24,56
265	Autoservicios Caprabo	7,71	12,68	Nicasio Celdrán Atienzar, S.A	22,75	20,35
266	González y Compañía, S.L.	7,88	8,14	Pascual Hermanos, S.L.	22,76	22,85
267	Casa Evaristo, S.A.	7,90	5,42	Supermercados Arjol, S.A.	22,78	28,11
268	Hiper Tambo, S.L.	7,95	18,51	Mavi Distribución, S.A.	22,84	22,28

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

269	Mercadona, S.A.	8,00	2,00	Supermercados Guerrero, S.A	22,89	31,27
270	Tobeco, S.A.	8,03	10,06	Antonio Rabert, S.A.	22,95	20,72
271	Coloniales Barbed, S.A.	8,24	6,66	Hijos de Blas Palomo, S.A.	23,07	22,88
272	Comercial Superma, S.A.	8,28	10,95	Alimentación Herrera, S.A.	23,21	20,67
273	Supermercado Salobreña, S.A.	8,36	3,91	Frigoríficos Morales, S.A.	23,22	21,95
274	Sdad. Coop. Ltda. San Carlos	8,36	15,98	Hermanos Carrasco Romero, S.	23,38	28,48
275	Unide	8,44	0,94	Cash Lazo, S.A.	23,41	23,42
276	Galimerca, S.A.	8,49	33,56	Almacenes Riason, S.A.	23,46	21,09
277	Hernaez y Ciarrusta, S.L.	8,55	0,82	Distribuidora Extremeña De A	23,61	24,65
278	Licors Jane, S.L.	8,56	11,24	Grupalin, S.A.	23,69	21,64
279	Supermercados Cop, S.A.	8,61	12,06	Supermercado Salobreña, S.A	23,71	28,87
280	Supermercados Claudio, S.A.	8,65	8,72	Hilario Osoro, S.A.	23,76	23,31
281	Bernabeu Pic, S.L.	8,70	9,88	Dumaya, S.A.	23,81	17,10
282	Supermercados Cruz Mayor, S	8,72	5,81	Concepción Vera Jiménez, S..	24,06	18,41
283	Aldeasa, S.A.	8,78	12,46	Supermercados Grumi, S.A.	24,22	27,67
284	Luis de la Rosa, S.L.	8,82	9,37	Ecoteide, S.A.	24,33	23,23
285	Cash Caracol, S.L.	8,88	7,36	Comercial Ekoel, S.A.	24,44	26,81
286	Mavi Distribución, S.A.	8,98	5,12	Unide	24,50	25,58
287	Mofesa, S.A.	8,98	10,73	Ahorramas, S.A.	24,62	25,75
288	Ahorramas, S.A.	9,13	12,60	Comercial Rexach-Quart, S.L	24,63	20,46
289	Hijos de Ignacio Tabares, S.L.	9,19	19,95	Ventagrama, S.A.	24,76	18,73
290	Alimentación Mas, S.A.	9,19	18,54	Hijos de Marciano Fuentes, S.	24,95	21,54
291	Cemar Alimentación, S.L.	9,31	14,17	Congelados Daniel Sebastián, S	24,96	30,06
292	Almacenes Arresi, S.A.	9,35	-31,98	Supermercados Nueva Andalu	24,98	27,69
293	Cash Europa, S.A.	9,44	1,20	Almacenes Mauriz Pena, S.L	24,98	20,42
294	Economato Santa Clara, S.A.	9,45	-2,46	Centro Comercial Tarrasa, S.	25,08	14,65
295	Domingo Grau, S.A.	9,66	4,02	Drogas Castillo, S.A.	25,24	24,30
296	Ecos Manchegos, S.A.	9,78	2,39	Consorci de Productes Alimen	25,40	26,79
297	Tecnologia Comercial de Van	9,82	19,81	Super G, S.A.	25,85	21,97
298	Centre Comercial Masó, S.A.	9,85	10,34	Supermercats Econòmics, S.A	25,87	25,86
299	Alimentaria Conquense, S.A.	9,87	2,38	Alimentación Blasco, S.A.	25,88	24,98
300	Mopemar, S.L.	9,91	7,86	Froiz, S.A.	25,95	40,58
301	Super 4 Hermanos Rufz, S.A.	9,93	13,36	Makro, Autos. Mayor.	25,99	30,75
302	Industrias Gaditanas de Frío Ir	10,17	15,12	Pedro González Tejeda y Cia.	26,07	27,84
303	Alimentación Herrera, S.A.	10,27	11,96	Ignacio de las Cuevas, S.A.	26,21	27,59
304	Supermercado Ercoreca, S.A.	10,40	3,76	Bon Preu, S.A.	26,31	25,49
305	Almacenes Mauriz Pena, S.L	10,68	9,22	Salamar, S.A.	26,31	27,88
306	Arnoya Congelados, S.A.	10,74	1,18	Autoservicio Ministerio, S.A.	26,33	30,74
307	Maxor, S.A.	10,82	24,78	Distribuidora del Oeste, S.A.	26,45	26,16
308	Ignacio de las Cuevas, S.A.	10,88	11,71	Comercial Superma, S.A.	26,49	34,26
309	Sumegra, S.L.	10,98	-2,51	Supermercados Gloria, S.A.	26,94	33,16
310	Almacenes Gavira, S.L.	11,01	1,69	Unión Alimenticia, S.A.(Unas	27,19	26,15
311	Alimentación Díaz Mesonero	11,05	17,00	Coperco, S.A.	27,24	28,77
312	Suárez Yáñez, S.A.	11,22	18,64	Suministros Danena, S.A.	27,35	32,96
313	Supermercado Dama, S.L.	11,28	6,67	Hernaez y Ciarrusta, S.L.	27,36	22,40
314	Luis Piña, S.A.	11,31	6,75	Distribuciones Alibe, S.A.	27,41	26,23
315	Jose Espinosa Pomares, S.A.	11,44	7,16	Manuel Vallejo, S.A.	27,45	26,42
316	Eco Mercado Avila, S.A.	11,64	13,85	La Cabaña, Hnos. González, S	27,58	28,01
317	Hermanos Español Soutiño, S.	11,70	10,30	Centros C. Continente	27,61	19,33
318	Servicios Concertados Izarra	11,77	14,53	Almacenes Conrado Martin, S	27,86	31,48
319	Ricardo Mitjans, S.A.	11,81	20,27	Almacenes San Miguel, S.A.	27,99	29,45
320	Vega Berisa, S.A.	11,85	20,66	Berioska, S.L.	28,07	27,74
321	Comercial Escolú, S.L.	11,89	9,80	Arnoya Congelados, S.A.	28,09	34,71
322	Cash Granada, S.A.	11,93	10,73	Alnape, S.A.	28,13	25,21

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

323	Rodríguez Maestre, S.L.	12,12	5,20	Unifor, S.A.	28,14	32,68
324	Supermercados Alcosto, S.A.	12,20	3,66	Frilac, S.A.	28,19	28,37
325	Consumidores Agrupados, S.A.	12,23	12,23	Supermercados Gokos, S.A.	28,33	28,87
326	Comercial Martínez Sánchez	12,27	5,27	Cash Bages, S.A.	28,37	26,15
327	Comercial Nieto, S.A.	12,27	0,90	Mercalasa, S.A.	28,47	18,66
328	Murcia Andres Meseguer, S.A.	12,39	14,77	Almacenes Gomez Serrano, S	28,64	30,07
329	Codere Servicios, S.A.	12,39	10,85	S.A. de Supermercados y Aut	28,74	28,48
330	Cia. Gallega de Supermercado	12,46	14,68	Rodríguez Maestre, S.L.	28,75	28,97
331	Pereira Productos del Mar, S./	12,75	-18,72	Comerbal, S.A.	28,88	24,72
332	Frio Union, S.L.	12,78	45,76	Comercial Nublo, S.A.	29,08	31,34
333	Magatzems Prats, S.L.	12,82	13,33	Hijos de Ignacio Tabares, S.L	29,11	27,02
334	Miguel Aguilar, S.L.	12,92	8,40	Cash Dropelche, S.A.	29,11	25,65
335	Drogas Roda, S.L.	13,00	2,38	Gaspar Vela, S.A.	29,15	30,05
336	Establiments d'Alimentació, S	13,19	35,10	Hogarlin, S.A.	29,25	29,48
337	Super 9 Garcias, S.A.	13,21	0,13	Leonardo Vázquez, S.A.	29,38	24,33
338	Dialco, S.A.	13,48	8,30	Pedro Ramon, S.A.	29,55	28,59
339	Supermercados Krone, S.A.	13,59	8,62	Almacenes Arresi, S.A.	29,74	36,70
340	Almacenes Mar Y Mar, S.A.	13,70	15,81	Enaco, S.A.	29,75	22,48
341	Centro Comercial Tarrassa, S.	13,96	9,10	Unión Detallistas de Vallecás.	29,88	34,40
342	Cabrero e Hijos, S.A.	14,18	36,65	Teógenes Ruiz, S.A.	29,88	30,03
343	Juan Noves Hervás, S.A.	14,29	24,64	Javier Virto, S.A.	30,03	36,56
344	Autoservicios Romero, S.A.	14,43	7,22	Almacenes Mar Y Mar, S.A.	30,08	28,19
345	Supermercado Rafa, S.A.	14,47	23,43	Domingo Grau, S.A.	30,81	32,78
346	Ecore, S.A.	14,49	27,55	Urlapesca, S.A.	30,82	19,11
347	Alnape, S.A.	14,59	11,37	Super Amara, S.L.	30,94	28,65
348	Ecomix, S.A.	14,80	17,81	Hiper Tambo, S.L.	31,11	15,02
349	Delhogar, S.A.	15,11	2,60	Hijos de Timoteo Díaz, S.A.	31,11	26,66
350	Martínez de Quel, S.L.	15,29	3,08	Comercial Los Valeros, S.A.	31,16	33,71
351	Bon Preu, S.A.	15,37	18,04	Cia. Gallega de Supermercado	31,22	26,22
352	Centro Comercial Industrial, S	15,38	6,81	Supermercados Alduba, S.A.	31,26	27,55
353	Pepe Vaquero, S.L.	15,64	9,49	Supermercats Stock, S.A.	31,30	44,23
354	Supermercados Arjol, S.A.	16,00	10,87	Supermercados Cádiz, S.A.	31,43	28,22
355	Unión Alimenticia, S.A.(Unas	16,33	25,68	Alcampo, S.A.	31,53	25,14
356	Agrupación Comercial, S.A.	16,37	13,11	Miquel Alimentació Grup, S./	31,84	24,54
357	Supermercados Sabeco	16,39	15,37	Cash Osona Rabadú, S.A.	31,87	29,55
358	Comercial Hnos. Ortega, S.A.	16,51	8,32	Coloniales Alcañiz, S.A.	32,20	34,00
359	Ramon y Vidal, S.L.	16,54	16,07	Almacenes Martínez Vivó, S..	32,33	35,44
360	Trebol Center, S.A.	16,62	6,06	Super Baeza, S.L.	32,51	29,45
361	Cia. de Almac., Dist(Cadyssa)	16,70	31,24	Ezequiel Arribas, S.A.	32,74	30,34
362	Almacenes Gomez Serrano, S.	17,01	19,43	Servicios Concertados Izarra	32,88	26,62
363	Feria, S.A.	17,16	9,84	Ves, S.A.	33,05	29,96
364	El Corte Inglés, S.A.	17,19	10,46	Auro-Cash, S.A.	33,11	32,20
365	Galerías Gildo, S.L.	17,22	42,67	7 Alimentación 7, S.A.	33,30	n.d.
366	Romero Ballester, S.A.	17,22	11,03	Cia. de Almacenaje, Distribuc	33,33	32,66
367	Supermercados Pujol, S.A.	17,31	5,25	Victoriano Moldes Ruibal, S./	33,35	31,78
368	Alimentación Blasco, S.A.	17,38	0,22	Manglo, S.A.	33,71	34,99
369	Distribuidora Extremeña De A	17,79	12,69	Consumidores Agrupados, S./	33,77	33,77
370	Deza Alimentación, S.A.	17,85	96,43	Supermercado Gelsa, S.A.	33,87	33,66
371	Mantequeras G. Varela, S.A.	17,85	8,87	Super 4 Hermanos Rufz, S.A.	34,00	31,66
372	Galefrut, S.A.	17,98	9,55	Feria, S.A.	34,09	36,42
373	Francisco Casado, S.A.	18,29	24,03	Congelados Mieres, S.L.	34,11	36,03
374	Coloniales Albacete, S.A.	18,33	-3,31	Ecozar, S.A.	34,54	29,83
375	Transbesa, S.A.	18,48	65,68	Suárez Yáñez, S.A.	34,56	26,13
376	Serko Danok, S.A.	18,72	44,29	Supermercado Juantxu, S.A.	34,72	30,93

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

377	Condal Aliment, S.A.	18,73	29,54	Centre Comercial Masó, S.A.	34,75	34,93
378	Manuel Madrigal Martínez, S.	18,88	12,71	Bacardi 12, S.L.	34,91	13,40
379	Bide Onera Vasca, Sdad. Coop	19,04	10,63	Serco Repelega, S.A.	35,32	32,26
380	Riera Comercial d'Alimentació	19,06	n.d.	Lafuente Lorenzo, S.A.	35,35	36,93
381	Almacenes Mérida, S.A.	19,19	20,71	Cabrero e Hijos, S.A.	35,43	35,08
382	Hijos de Luis Rodríguez, S.A.	19,45	16,89	Supermercados Pujol, S.A.	35,46	36,26
383	Comercial Rexach-Quart, S.L.	19,46	28,85	Francisco Hernández Vidal, S	35,73	35,37
384	Ramírez Santos, S.A.	19,58	17,74	Manuel Orejas, S.A.	36,12	35,41
385	Comercial Bastetana Manzanc	19,87	5,86	Centros Coms Pryca	36,50	35,51
386	Auro-Cash, S.A.	20,21	0,00	Supercentro, S.A.	36,66	33,02
387	Congelats Reunits, S.A.	20,69	17,43	Abel Fernández, S.A.	36,69	34,91
388	La Despensa, S.A.	20,91	19,10	Ayebsa, S.L.	36,69	33,10
389	Ezequiel Arribas, S.A.	21,30	17,42	Comercial Delicias, S.L.	36,72	33,98
390	Detallistas Unidos, S.A.	22,12	36,54	Establecimientos Daniel Mas,	37,63	36,58
391	González Cabello, S.A.	22,18	14,31	Sigla, S.A.	37,72	42,37
392	Supermercados Tic-Tac, S.A.	22,34	20,37	Claudio Moreno y Cía., S.A.	37,86	42,11
393	Distribuidora Licorera Castell	22,70	10,74	Trigasa, S.A.	38,38	38,18
394	Victoriano Moldes Ruibal, S.A	22,76	18,99	Distribuidora Levantina de Al	38,43	31,74
395	Gracego, S.L.	22,95	n.d.	Mantequeras G. Varela, S.A.	38,57	26,45
396	Almacenes La Carmina, S.L.	23,05	15,89	Galefrut, S.A.	38,62	34,98
397	Mar Futura, S.A.	23,09	13,97	Sucesores de Fernando Calavi	38,73	36,32
398	La Cabaña, Hnos. González, S	23,13	14,67	Supermercados Claudio, S.A.	38,93	30,25
399	Hijos de Marciano Fuentes, S.	23,36	16,75	Alimentación Gragera, S.L.	39,27	33,57
400	Hiper Laredo, S.A.	23,78	22,80	Sucursalismo Cacereño, S.A.	39,51	35,94
401	Comerbal, S.A.	23,95	18,30	Distop, S.A.	39,90	40,35
402	Hiper Montserrat, S.A.	24,01	56,91	Comercial J. Galarza, S.A.	40,51	36,44
403	Sociedad Hispánica de Desarr	24,06	22,26	9 Mataro, S.A.	40,63	38,24
404	Almacenes San Miguel, S.A.	24,17	28,18	Supermercado Tantiña, S.A.	40,72	33,42
405	Cuevas y Martín, S.L.	24,54	11,15	Codere Servicios, S.A.	40,86	9,03
406	Sucesores de Fernando Calavi	24,56	18,01	Condal Aliment, S.A.	41,25	40,53
407	Trigasa, S.A.	25,30	26,73	Cafes Mora, S.L.	41,25	36,61
408	Supermercados Guerrero, S.A.	26,60	11,71	Villa Hermanos, S.A.	41,35	39,86
409	Hogarlin, S.A.	26,84	23,38	Ramírez Santos, S.A.	41,68	48,22
410	Manuel Pérez Rodríguez y Hn	27,14	2,71	Sumegra, S.L.	41,81	41,23
411	Distribuciones Pedro Vives, S.	27,49	6,19	Distribuciones Escoda, S.A.	41,81	38,83
412	Almacenes Martínez Vivó, S./	27,52	6,53	Supermercados Sabeco	42,79	46,27
413	Autoservicio Ministerio, S.A.	27,65	32,99	Alimentación Mas, S.A.	42,81	34,33
414	Hiper Ciudadela, S.L.	27,87	n.d.	Alimentación Ballester, S.L.	43,25	45,06
415	Distop, S.A.	27,88	14,86	Coloniales Barbed, S.A.	43,30	38,21
416	Suñer Girona, S.L.	27,97	30,65	Malaquías Morales, S.A.	43,47	41,06
417	9 Mataro, S.A.	28,24	21,00	Autoservicios Caprabo	43,49	49,21
418	Carmelo Tosco, S.A.	28,57	13,36	Adolfo Marineto, S.A.	43,57	40,60
419	Baly Alka, S.L.	28,78	7,82	Supermercados Gigante, S.A.	43,70	38,05
420	Hueposa, S.A.	28,84	14,30	Supermercats Fraga, S.A.	43,73	38,84
421	Manglo, S.A.	29,15	10,59	Sociedad Hispánica de Desarr	43,78	42,90
422	Noralco, S.A.	29,38	38,21	Super Stop, S.A.	44,08	46,90
423	Supermercats Econòmics, S.A	29,61	13,82	Distribuciones Rodrigo, S.A.	44,30	32,01
424	Unidroco, S.A.	29,98	42,09	Cecoa, S.A.	44,62	38,61
425	Comercial Delicias, S.L.	30,01	15,73	Emdico, S.A.	44,93	31,19
426	Supermercado Gelsa, S.A.	30,06	27,65	Delhogar, S.A.	45,07	31,77
427	Cash Lazo, S.A.	30,20	25,98	Centro Lagun, S.A.	45,58	37,50
428	Gamacer, S.A.	30,31	39,58	Distribuciones Pedro Vives, S	45,81	48,62
429	Ecovol, S.A.	30,47	14,08	Gamacer, S.A.	46,58	43,51
430	Supermercats Stock, S.A.	31,62	31,98	Almacenes La Venta Nueva, S	46,87	43,89

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

485	Sutega, S.L.	n.d.	-8,93	Suministradora Alimentaria, S	n.d.	-30,78
486	Giran Garcia e Hijos, S.L.	n.d.	-3,15	Productos del Frío, S.L.	n.d.	-17,91
487	Distribuidora del Baix Maresn	n.d.	-2,70	Luis Gamez, S.L.	n.d.	-9,86
488	Dolores González Fenández, S	n.d.	-1,43	J. Pecastaing, S.A.	n.d.	-8,23
489	Mercados Oblanca, S.A.	n.d.	-0,42	Hipercentro Comercial Eiviss	n.d.	-6,35
490	Moreno García Ribera, S.A.	n.d.	-0,14	Lorenzo e Hijos, S.L.	n.d.	-1,13
491	Super Eco Campo Gibraltar, S	n.d.	0,00	Ecomiel, S.A.	n.d.	0,28
492	Cudal, Coop. Andaluza	n.d.	0,01	Matías Gómez Neila, S.L.	n.d.	1,31
493	Suministradora Alimentaria, S	n.d.	0,08	Bodegas García, S.L.	n.d.	1,90
494	Productos Alimenticios Gama	n.d.	0,09	Distribuciones Reus, S.A.	n.d.	1,94
495	S.A. Disbor	n.d.	0,26	Comercial Tenesoya, S.L.	n.d.	2,12
496	Comercial Alimentación Mala	n.d.	0,30	Barcenilla, S.A.	n.d.	3,34
497	Alimentación Choysa, S.L.	n.d.	0,49	Super Eco Campo Gibraltar, S	n.d.	3,92
498	Productos del Frío, S.L.	n.d.	0,50	Mosalbo, S.A.	n.d.	4,61
499	Cash Denia, S.A.	n.d.	0,60	Dismerco, S.A.	n.d.	5,33
500	Comercial Ecomar, S.A.	n.d.	0,65	Almacenes Arcos, S.A.	n.d.	5,52
501	Bodegas García, S.L.	n.d.	0,78	Mercanals, S.A.	n.d.	6,60
502	Galerías Preciados, S.A.	n.d.	0,95	Jose Luis Torres, S.A.	n.d.	7,32
503	Centro Comercial El Jamón	n.d.	1,01	Unión Bops, S.A.L.	n.d.	8,58
504	Cárnicas Mallorquinas, S.A.	n.d.	1,08	Supermercados Mas por Meno	n.d.	8,83
505	Central Distribuidora Fuentes	n.d.	1,22	Dico Murcia, S.A.	n.d.	9,01
506	Coperlim, Sdad. Coop.	n.d.	1,22	Comercial Ecomar, S.A.	n.d.	9,34
507	Coratama, S.A.	n.d.	1,28	Mercados Oblanca, S.A.	n.d.	9,34
508	Cenco, S.A.	n.d.	1,28	Convadi, S.A.	n.d.	9,48
509	Mosalbo, S.A.	n.d.	1,53	Coop. 70	n.d.	9,71
510	Barcenilla, S.A.	n.d.	1,54	Merkaldia, S.A.	n.d.	10,18
511	Mediterrania de Alimentación	n.d.	1,54	Cash Denia, S.A.	n.d.	11,46
512	Ecomiel, S.A.	n.d.	1,55	Dolores González Fenández, S	n.d.	11,57
513	Comercial Tenesoya, S.L.	n.d.	1,67	Excluib, S.A.	n.d.	11,61
514	Adussa, S.A.	n.d.	1,67	Central Distribuidora Fuentes	n.d.	12,07
515	Mundicongelados, S.A.	n.d.	2,03	Almacenes Yébenes, S.A.	n.d.	12,27
516	Merkaldia, S.A.	n.d.	2,26	Supermercados Mak, S.L.	n.d.	12,43
517	Galerías Primero, S.A.	n.d.	2,33	Aljoma, S.A.	n.d.	13,20
518	Almacenes Arcos, S.A.	n.d.	2,39	Cenco, S.A.	n.d.	13,47
519	Lorenzo e Hijos, S.L.	n.d.	2,56	Sutega, S.L.	n.d.	13,77
520	Eivipreu, S.A.	n.d.	2,60	Galerías Primero, S.A.	n.d.	14,10
521	Central Distribuidora Sarrió, S	n.d.	2,77	Orsueco, S.A.	n.d.	14,35
522	Cemetro, S.L.	n.d.	2,78	Productos Alimenticios Gama	n.d.	15,13
523	Aljoma, S.A.	n.d.	2,82	Expresso Comercial, S.A.	n.d.	16,28
524	Jose Luis Torres, S.A.	n.d.	2,85	Alimentación Choysa, S.L.	n.d.	16,35
525	Hipercor, S.A.	n.d.	2,91	Coop. de Hostelería De Navar	n.d.	17,09
526	Vinoselección, S.A.	n.d.	2,96	Mundicongelados, S.A.	n.d.	17,24
527	Distribución Canarias Intern.	n.d.	3,01	Almacenes Sánchez Cano, S.I	n.d.	18,10
528	Dico Murcia, S.A.	n.d.	3,51	Comercial Alimentación Mak	n.d.	18,34
529	J. Pecastaing, S.A.	n.d.	3,57	Hermanos Ayala Sousa, S.A.	n.d.	18,35
530	Eco Union, S.A.	n.d.	3,76	Alonso Sarrión Mtez. Distrit	n.d.	18,74
531	Hipercentro Comercial Eiviss	n.d.	3,90	Sucesores de Jeroni Verdes, S	n.d.	18,94
532	Supergran, S.A.	n.d.	4,27	Adussa, S.A.	n.d.	19,14
533	Luis Gamez, S.L.	n.d.	4,39	Alimentos Congelados Frima	n.d.	19,27
534	Euromadi Ibérica, S.A.	n.d.	4,56	Vinoselección, S.A.	n.d.	19,45
535	Supermercados Mas por Menc	n.d.	4,57	G 5 Centro, S.A.	n.d.	20,25
536	Orsueco, S.A.	n.d.	4,69	El Triunfo, S.A.	n.d.	20,29
537	Coaliment Granollers, S.A.	n.d.	4,72	Supergran, S.A.	n.d.	20,83
538	Mercanals, S.A.	n.d.	5,01	Mediterrania de Alimentación	n.d.	21,45

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

431	Cash Sar, S.A.	31,74	26,83	Cuevas y Martín, S.L.	46,92	40,38
432	Rodilesa, S.A.	31,87	35,12	Romero Ballesteros, S.A.	47,00	31,95
433	Almacenes La Venta Nueva, S	32,02	31,71	EkoAma, S.L.	47,57	68,70
434	Cafes Mora S I	32,02	31,71			

Anexo 4.1.: Análisis univariante. Actividad financiera de las empresas de distribución

SPSS Release 4.0 for Macintosh

Number of valid observations (listwise) = 288.00

Variable ACTFIN: Resultados financieros/Ventas (variable dependiente).

Mean	.002	S.E. Mean	.007
Std Dev	.124	Variance	.015
Kurtosis	257.485	S.E. Kurt	.286
Skewness	15.528	S.E. Skew	.144
Range	2.356	Minimum	-.32
Maximum	2.03	Sum	.496

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable DISACTFI: Variable dependiente dicotómica.

Mean	.181	S.E. Mean	.023
Std Dev	.385	Variance	.148
Kurtosis	.793	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.670	S.E. Skew	.144
Range	1.000	Minimum	.00
Maximum	1.00	Sum	52.000

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable QUOTA

Mean	.327	S.E. Mean	.090
Std Dev	1.533	Variance	2.350
Kurtosis	104.320	S.E. Kurt	.286
Skewness	9.676	S.E. Skew	.144
Range	19.467	Minimum	.00
Maximum	18.71	Sum	94.114

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Anexo 3.3.: "Ranking" de empresas según coeficientes de caja y de garantía

539	Superficies de Alimentación	n.d.	5,06	Granja Mari Pepa, S.L.	n.d.	21,98
540	Coop. 70	n.d.	5,92	Euromadi Ibérica, S.A.	n.d.	22,33
541	Distribuciones Reus, S.A.	n.d.	6,15	Promotora Detallistas de Alir	n.d.	22,51
542	Almacenes Sancho, S.A.	n.d.	6,24	Cudal, Coop. Andaluza	n.d.	23,21
543	El Triunfo, S.A.	n.d.	6,74	Coperlim, Sdad. Coop.	n.d.	23,39
544	Codroper, Sdad. Coop. Cat. Lt	n.d.	7,42	Coratama, S.A.	n.d.	23,54
545	Bomari, S.L.	n.d.	7,43	S.A. Disbor	n.d.	23,91
546	Directo, S.A.	n.d.	7,51	Mayoristas Asociados de Espa	n.d.	25,20
547	Coop. de Hostelería De Navan	n.d.	7,60	Alimentación Ibiza, S.A.	n.d.	25,50
548	Almacenes Yébenes, S.A.	n.d.	8,02	Giran Garcia e Hijos, S.L.	n.d.	25,54
549	Supermercados Totoricaguena	n.d.	8,03	Centro Comercial El Jamón	n.d.	26,06
550	Almacenes Sánchez Cano, S.I	n.d.	8,46	Industrias Cárnicas Mercamac	n.d.	27,43
551	Sucesores de Jeroni Verdes, S.	n.d.	9,36	Coaliment Granollers, S.A.	n.d.	27,72
552	Expresso Comercial, S.A.	n.d.	9,37	Aspama, S.A.	n.d.	27,94
553	Hermanos Ayala Sousa, S.A.	n.d.	9,90	Central Distribuidora Sarrió, S	n.d.	28,30
554	Alonso Sarrión Mtnez. Distrib	n.d.	9,98	Jose María Silva, S.L.	n.d.	28,39
555	Convadi, S.A.	n.d.	10,20	Hiper Panda, S.L.	n.d.	28,90
556	Promotora Detallistas de Alim	n.d.	11,57	Cárnicas Mallorquinas, S.A.	n.d.	29,13
557	Aspama, S.A.	n.d.	12,24	Distribuidora del Baix Mares	n.d.	30,60
558	G 5 Centro, S.A.	n.d.	13,87	Almacenes Sancho, S.A.	n.d.	30,80
559	Supermercados Mak, S.L.	n.d.	13,93	Supermercados Seyca, S.A.	n.d.	33,14
560	Dismerco, S.A.	n.d.	14,48	Directo, S.A.	n.d.	36,36
561	Industrias Cárnicas Mercamad	n.d.	15,13	Central Malagueña de Distrib.	n.d.	36,55
562	Supermercados 2000, S.A.	n.d.	15,64	Galerías Preciados, S.A.	n.d.	36,72
563	Sucesores de Waldo Rivas, S.I	n.d.	15,94	Supermercados Totoricaguena	n.d.	36,77
564	Granja Mari Pepa, S.L.	n.d.	16,08	Moreno García Ribera, S.A.	n.d.	36,95
565	Alimentos Congelados Friman	n.d.	18,47	Jose Schez. Díaz y Hnos., S.L	n.d.	39,17
566	Supermercado Samaniego, S./	n.d.	19,17	Eivipreu, S.A.	n.d.	41,40
567	Alimentación Ibiza, S.A.	n.d.	20,31	Supermercado Samaniego, S.	n.d.	41,56
568	Jose María Silva, S.L.	n.d.	21,39	Codeal Ferrol, Sdad. Coop. Lt	n.d.	41,97
569	Unión Bops, S.A.L.	n.d.	21,73	Superficies de Alimentación	n.d.	44,09
570	Hiper Panda, S.L.	n.d.	22,82	Marina Baixa De Alim., Coop	n.d.	45,09
571	Compañía Moderna de Distrib	n.d.	24,21	Codroper, Sdad. Coop. Cat. L	n.d.	45,50
572	Supermercados Seyca, S.A.	n.d.	27,69	Julián Gómez Pando e Hijos	n.d.	49,22
573	Marina Baixa De Alim., Coop	n.d.	32,20	Supermercados Agud, S.A.	n.d.	49,73
574	Distribuciones Sogorb, S.A.	n.d.	32,66	Cemetro, S.L.	n.d.	50,93
575	Coop. Consumo Michelin	n.d.	34,08	Hipercor, S.A.	n.d.	52,52
576	Excluib, S.A.	n.d.	40,35	Coop. Consumo Michelin	n.d.	53,34
577	Jose Schez. Díaz y Hnos., S.L.	n.d.	43,24	Sucesores de Waldo Rivas, S.	n.d.	53,37
578	Central Malagueña de Distrib.	n.d.	54,86	Distribución Canarias Intern.	n.d.	56,25
579	Codeal Ferrol, Sdad. Coop. Lt	n.d.	56,94	Distribuciones Sogorb, S.A.	n.d.	57,67
580	Mayoristas Asociados de Espa	n.d.	63,59	Bomari, S.L.	n.d.	66,28
581	Julián Gómez Pando e Hijos	n.d.	65,34	Compañía Moderna de Distrib	n.d.	78,47
582	Bacardi 12, S.L.	n.d.	n.d.	Supermercados 2000, S.A.	n.d.	81,43
	AGREGADO TOTAL	9,63	7,64	AGREGADO TOTAL	34,93	33,46

Coeficiente de Caja (%) = Disponible/Total recursos ajenos

Coeficiente de garantía (%) = Recursos Propios/Total activo

Fuente: Anuario Financiero de la Distribución, IBD y elaboración propia.

SPSS Release 4.0 for Macintosh

Number of valid observations (listwise) = 288.00

Variable ACTFIN: Resultados financieros/Ventas (variable dependiente).

Mean	.002	S.E. Mean	.007
Std Dev	.124	Variance	.015
Kurtosis	257.485	S.E. Kurt	.286
Skewness	15.528	S.E. Skew	.144
Range	2.356	Minimum	-.32
Maximum	2.03	Sum	.496

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable DISACTFI: Variable dependiente dicotómica.

Mean	.181	S.E. Mean	.023
Std Dev	.385	Variance	.148
Kurtosis	.793	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.670	S.E. Skew	.144
Range	1.000	Minimum	.00
Maximum	1.00	Sum	52.000

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable QUOTA

Mean	.327	S.E. Mean	.090
Std Dev	1.533	Variance	2.350
Kurtosis	104.320	S.E. Kurt	.286
Skewness	9.676	S.E. Skew	.144
Range	19.467	Minimum	.00
Maximum	18.71	Sum	94.114

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable PROVENT

Mean	.254	S.E. Mean	.032
Std Dev	.551	Variance	.304
Kurtosis	151.212	S.E. Kurt	.286
Skewness	11.537	S.E. Skew	.144
Range	8.090	Minimum	.00
Maximum	8.09	Sum	73.036

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable PMPAGO

Mean	94.501	S.E. Mean	7.521
Std Dev	127.634	Variance	16290.437
Kurtosis	109.632	S.E. Kurt	.286
Skewness	9.919	S.E. Skew	.144
Range	1664.538	Minimum	1.35
Maximum	1665.89	Sum	27216.285

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable PMTESO

Mean	13.057	S.E. Mean	2.002
Std Dev	33.982	Variance	1154.772
Kurtosis	170.857	S.E. Kurt	.286
Skewness	11.981	S.E. Skew	.144
Range	532.050	Minimum	-15.60
Maximum	516.45	Sum	3760.433

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable INVFCP

Mean	.193	S.E. Mean	.010
Std Dev	.178	Variance	.032
Kurtosis	1.287	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.229	S.E. Skew	.144
Range	1.056	Minimum	-.19
Maximum	.87	Sum	55.524

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable CLIVENT

Mean	.064	S.E. Mean	.005
Std Dev	.083	Variance	.007
Kurtosis	12.112	S.E. Kurt	.286
Skewness	2.615	S.E. Skew	.144
Range	.683	Minimum	.00
Maximum	.68	Sum	18.376

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable MACRED

Mean	1.112	S.E. Mean	.215
Std Dev	3.645	Variance	13.285
Kurtosis	39.623	S.E. Kurt	.286
Skewness	3.242	S.E. Skew	.144
Range	56.571	Minimum	-25.64
Maximum	30.93	Sum	320.193

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable INVFILP

Mean	.138	S.E. Mean	.010
Std Dev	.173	Variance	.030
Kurtosis	2.107	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.681	S.E. Skew	.144
Range	.784	Minimum	.00
Maximum	.78	Sum	39.715

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable INVPRO

Mean	.213	S.E. Mean	.541
Std Dev	9.173	Variance	84.141
Kurtosis	47.968	S.E. Kurt	.286
Skewness	-4.385	S.E. Skew	.144
Range	138.428	Minimum	.00
Maximum	45.26	Sum	61.472

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable MAROI

Mean	6.607	S.E. Mean	3.331
Std Dev	56.52	Variance	3195.038
Kurtosis	94.333	S.E. Kurt	.286
Skewness	7.902	S.E. Skew	.144
Range	943.442	Minimum	-268.03
Maximum	675.41	Sum	1902.677

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable PRORA

Mean	.682	S.E. Mean	.014
Std Dev	.237	Variance	.056
Kurtosis	.120	S.E. Kurt	.286
Skewness	-.884	S.E. Skew	.144
Range	1.114	Minimum	.01
Maximum	1.12	Sum	196.545

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable AUTOFI

Mean	.157	S.E. Mean	.008
Std Dev	.133	Variance	.018
Kurtosis	2.911	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.374	S.E. Skew	.144
Range	.831	Minimum	.00
Maximum	.83	Sum	45.313

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable FOMANI

Mean	1.010	S.E. Mean	.029
Std Dev	.499	Variance	.249
Kurtosis	32.508	S.E. Kurt	.286
Skewness	4.050	S.E. Skew	.144
Range	5.615	Minimum	.26
Maximum	5.87	Sum	290.957

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable ENDEUD

Mean	.184	S.E. Mean	.012
Std Dev	.198	Variance	.039
Kurtosis	4.954	S.E. Kurt	.286
Skewness	1.813	S.E. Skew	.144
Range	1.327	Minimum	-.06
Maximum	1.27	Sum	53.128

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable MAEXPL

Mean	.019	S.E. Mean	.013
Std Dev	.215	Variance	.046
Kurtosis	167.697	S.E. Kurt	.286
Skewness	8.248	S.E. Skew	.144
Range	4.919	Minimum	-1.81
Maximum	3.11	Sum	5.342

Valid observations = 288 Missing observations= 0

Variable ROI

Mean	.039	S.E. Mean	.006
Std Dev	.100	Variance	.010
Kurtosis	33.549	S.E. Kurt	.286
Skewness	3.294	S.E. Skew	.144
Range	1.429	Minimum	-.49
Maximum	.94	Sum	11.294

Valid observations = 288 Missing observations= 0

SPSS Release 4.0 for Macintosh

Number of valid observations (listwise) = 465.00

Variable VARVTAS: Variación de las ventas (variable dependiente)

Mean	.120	S.E. Mean	.038
Std Dev	.790	Variance	.625
Kurtosis	169.763	S.E. Kurt	.237
Skewness	11.337	S.E. Skew	.119
Range	13.918	Minimum	-.99
Maximum	12.93	Sum	50.785

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable DISVARVTA: Variable dependiente dicotómica.

Mean	.660	S.E. Mean	.023
Std Dev	.474	Variance	.225
Kurtosis	-1.550	S.E. Kurt	.237
Skewness	-.676	S.E. Skew	.119
Range	1.000	Minimum	.00
Maximum	1.00	Sum	297.000

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable DECOM

Mean	.470	S.E. Mean	.014
Std Dev	.279	Variance	.078
Kurtosis	-.930	S.E. Kurt	.237
Skewness	-.452	S.E. Skew	.119
Range	1.034	Minimum	.00
Maximum	1.03	Sum	198.741

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable DEBANC

Mean	.048	S.E. Mean	.004
Std Dev	.087	Variance	.008
Kurtosis	5.792	S.E. Kurt	.226
Skewness	2.324	S.E. Skew	.113
Range	.634	Minimum	-.12
Maximum	.51	Sum	22.200

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable FINPRO

Mean	.224	S.E. Mean	.009
Std Dev	.186	Variance	.035
Kurtosis	5.318	S.E. Kurt	.226
Skewness	-.364	S.E. Skew	.113
Range	1.785	Minimum	-.91
Maximum	.88	Sum	104.301

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable AUTOFI

Mean	.132	S.E. Mean	.006
Std Dev	.125	Variance	.016
Kurtosis	3.681	S.E. Kurt	.237
Skewness	1.561	S.E. Skew	.119
Range	.811	Minimum	.00
Maximum	.81	Sum	56.037

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable QUOTA

Mean	.199	S.E. Mean	.056
Std Dev	1.159	Variance	1.342
Kurtosis	176.520	S.E. Kurt	.237
Skewness	12.492	S.E. Skew	.119
Range	18.714	Minimum	.00
Maximum	18.71	Sum	84.374

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Variable ROI

Mean	.035	S.E. Mean	.004
Std Dev	.078	Variance	.006
Kurtosis	22.767	S.E. Kurt	.237
Skewness	-3.341	S.E. Skew	.119
Range	.896	Minimum	-.62
Maximum	.28	Sum	14.624

Valid observations = 465 Missing observations= 0

Anexo 4.3.: Actividad financiera

Pearson Correlation Coefficients

	QUOTA	INVFILP	INVPRO	MAROI	PRORA	AUTOFI	FOMANI	COBGFIN	ENDEUD	MAEXPL	ROI	PROVENT	PMPAGO	PMTESO	INVFCP	CLIVENT	MACRED
QUOTA	1	-.0024	.0404	.0916	.0063	.1031	.0394	-.0987	-.1133	.0961	.0388	.0786	.1310	-.0133	.1987*	-.0194	.1739*
INVFILP	-.0024	1	-.0087	-.1350	.0455	.1440	.1720*	.0040	-.0579	-.0603	-.1186	.0636	.0271	.0074	.0003	.0733	-.0484
INVPRO	.0404	-.0087	1	.0679	-.0031	.0528	-.0227	-.1178	-.0168	.1114	.1290	.0377	.0631	.0207	.0319	-.0703	.0596
MAROI	.0916	-.1350	.0679	1	.1041	.1986*	.1109	-.2620**	-.1683*	.2688**	.3773**	.0747	.0970	.1188	.2471**	-.0226	.0344
PRORA	.0063	.0455	-.0031	.1041	1	-.0547	-.1076	-.1354	-.8399**	-.3617**	-.3298**	.6023**	.4960**	.1369	.1695*	-.0279	.0729
AUTOFI	.1031	.1440	.0528	.1986*	-.0547	1	.5567**	-.1912*	-.2623**	.1790*	.1415	-.2773**	-.2116**	.1997*	.1748*	.1535	-.0231
FOMANI	.0394	.1720*	-.0227	.1109	-.1076	.5567**	1	-.2443**	-.1896*	.1395	.1240	-.2397**	-.2107**	.1828*	-.0493	.3981**	.1062
COBGFIN	-.0987	.0040	-.1178	-.2620**	-.1354	-.1912*	-.2443**	1	.2355**	-.1655*	-.2412**	-.0157	-.0317	-.1863*	-.2287**	.0641	-.2337**
ENDEUD	-.1133	-.0579	-.0168	-.1683*	-.8399**	-.2623**	-.1896*	.2355**	1	.2642**	.1686*	-.3372**	-.2792**	-.1434	-.2005*	.0597	-.0951
MAEXPL	.0961	-.0603	.1114	.2688**	-.3617**	.1790*	.1395	-.1655*	.2642**	1	.8516**	-.0209	.1825*	-.0941	.0235	.2947**	.1598*
ROI	.0388	-.1186	.1290	.3773**	-.3298**	.1415	.1240	-.2412**	.1686*	.8516**	1	-.1782*	-.0471	-.1433	-.0360	.1516	.0203
PROVENT	.0786	.0636	.0377	.0747	.6023**	-.2773**	-.2397**	-.0157	-.3372**	-.0209	-.1782*	1	.9513**	.1791*	.1253	.1881*	.1799*
PMPAGO	.1310	.0271	.0631	.0970	.4960**	-.2116**	-.2107**	-.0317	-.2792**	.1825*	-.0471	.9513**	1	.2036*	.1649*	.2364**	.2304**
PMTESO	-.0133	.0074	.0207	.1188	.1369	.1997*	.1828*	-.1863*	-.1434	-.0941	-.1433	.1791*	.2036*	1	.6002**	-.0924	.0849
INVFCP	.1987*	.0003	.0319	.2471**	.1695*	.1748*	-.0493	-.2287**	-.2005*	.0235	-.0360	.1253	.1649*	.6002**	1	-.3980**	.1837*
CLIVENT	-.0194	.0733	-.0703	-.0226	-.0279	.1535	.3981**	.0641	.0597	.2947**	.1516	.1881*	.2364**	-.0924	-.3980**	1	.0921
MACRED	.1739*	-.0484	.0596	.0344	.0729	-.0231	.1062	-.2337**	-.0951	.1598*	.0203	.1799*	.2304**	.0849	.1837*	.0921	1

Aparecen remarcados los coeficientes de correlación que superan a 0,5; y que por tanto, indican cierto grado de correlación entre las variables.

* - Signif. LE .05 ** - Signif. LE .01 (2-tailed)

Anexo 4.4.: Interrelación entre decisiones económicas y financieras

Pearson Correlation Coefficients

	FINPRO	DECOM	QUOTA	DEBANC	AUTOFI	ROI
FINPRO	1	-.2183**	.0085	-.1650**	.1088*	-.1864**
DECOM	-.2183**	1	-.0047	-.3279**	-.1705**	-.0346
QUOTA	.0085	-.0047	1	-.0386	.0763	.0292
DEBANC	-.1650**	-.3279**	-.0386	1	-.1869**	-.3104**
AUTOFI	.1088*	-.1705**	.0763	-.1869**	1	.0733
ROI	-.1864**	-.0346	.0292	-.3104**	.0733	1

Aparecen remarcados los coeficientes de correlación que superan a 0,5; y que por tanto, indican cierto grado de correlación entre las variables.

* - Signif. LE .05 ** - Signif. LE .01 (2-tailed)

a) Cuadro 4.22: Estructura del capital económico y financiero.

CONCEPTO	DESCRIPCION DEL CONCEPTO
Crecimiento real del inmovilizado material y "leasing":	$\frac{\text{Inversión neta en inmovilizado material y en derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero}}{\text{Inmovilizado material neto + Derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero neto}} \times 100$
Intensidad de la inversión productiva:	$\frac{\text{Inversión neta en inmovilizado material y en derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero}}{\text{Valor Añadido Bruto al coste de los factores}} \times 100$
Intensidad de la inversión financiera en capital:	$\frac{\text{Inversión en inmovilizado financiero}}{\text{Valor Añadido Bruto al coste de los factores}} \times 100$
Tasa de amortización anual:	$\frac{\text{Amortización del inmovilizado material} + \text{Amortiz. derechos sobre bienes en régimen de arrendam. financ.}}{\text{Inmovilizado material bruto + Derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero bruto}} \times 100$
Tasa de envejecimiento del equipo productivo propio:	$\frac{\text{Amortización acumulada de instalaciones técnicas, maquinaria, mobiliario, elem. transporte, eq. inform.}}{\text{Instalaciones técnicas, maquinaria, mobiliario, elementos de transporte, equipos informáticos y otros (Imp. Bruto)}} \times 100$
Capacidad de reembolso:	$\frac{\text{Recursos ajenos a largo plazo}}{\text{Autofinanciación}} \text{ (años)}$
Peso de la financiación exterior:	$\frac{\text{Pasivos con no residentes en España}}{\text{Recursos ajenos}} \times 100$
Cobertura de necesidades financieras permanentes por la autofinanciación:	$\frac{\text{Autofinanciación}}{\frac{\text{Inversión neta del activo inmoviliz. (excl. gtos. amort.)} + \text{Variación neta del activo circulante (excluidos act. financieros a corto plazo)}}{\text{Financiación a corto plazo sin coste}}} \times 100$
Peso de las inversiones financieras de emp. grupo:	$\frac{\text{Inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas (netas)}}{\text{Inversiones financieras}} \times 100$
Peso de la financiación ajena de las empresas del grupo:	$\frac{\text{Deudas con empresas del grupo y asociadas}}{\text{Recursos ajenos}} \times 100$
Peso de la financiación con coste de empresas grupo:	$\frac{\text{Financiación con coste de empresas del grupo y asociadas}}{\text{Recursos ajenos a largo plazo + Financiación a corto con coste}} \times 100$
Vinculación en las compras de las empresas del grupo:	$\frac{\text{Compras a empresas del grupo y asociadas}}{\text{Compras netas}} \times 100$
Vinculación en las ventas de las empresas del grupo:	$\frac{\text{Ventas a empresas del grupo y asociadas}}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}} \times 100$

Fuente: Banco de España, Central de Balances.



b) Cuadro 4.23: Actividad, períodos medios de maduración y estructura de costes.

CONCEPTO	DESCRIPCION DEL CONCEPTO
Período medio de existencias de mercaderías:	$\frac{\text{Existencias finales de mercaderías}}{\text{Consumo (ventas) de mercaderías}} \times 365 \text{ días}$
Período de cobro a clientes:	$\frac{\text{Clientes}}{\frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios} + \text{IVA repercutido a clientes} + \text{Impuestos especiales no abonados en ventas}}{\text{Trabajos realizados por otras empresas} + \text{IVA soportado}}} \times 365 \text{ días}$
Período de pago a proveedores:	$\frac{\text{Proveedores - Anticipos a proveedores}}{\text{Compras de mercaderías} + \text{Trabajos realizados por otras empresas} + \text{IVA soportado}} \times 365 \text{ días}$
Período de maduración del activo circulante Neto de la Explotación:	$\frac{\text{Activo circulante neto de la explotación} + \text{Ajustes por periodificación netos}}{\frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios} + \text{IVA repercutido a clientes} + \text{Impuestos especiales no abonados en ventas}}{\text{Trabajos realizados por otras empresas} + \text{IVA soportado}}} \times 365 \text{ días}$

Fuente: Banco de España, Central de Balances.

c) Cuadro 4.24.: Rentabilidad y solvencia a corto y largo plazo.

CONCEPTO	DESCRIPCION DEL CONCEPTO
Rentabilidad económica bruta (ROI):	$\frac{\text{Resultado económico bruto de explotación}}{\text{Activo Total Neto (valor medio anual)}} \times 100$
Margen bruto de explotación:	$\frac{\text{Resultado económico bruto de explotación}}{\text{Importe neto de la cifra de negocios}} \times 100$
Rotación del activo de explotación (Número de veces):	$\frac{\text{Importe neto de la cifra de negocios}}{\text{Activo Total Neto (valor medio anual)}} \text{ (nº de veces)}$
Rentabilidad del activo neto (después de impuestos):	$\frac{\text{Resultado neto total (después de impuestos) + Gastos financieros}}{\text{Activo Total Neto (valor medio anual)}} \times 100$
Recursos generados antes gtos.financ./Activo Neto:	$\frac{\text{Recursos generados + Gastos financieros}}{\text{Activo Total Neto (valor medio anual)}} \times 100$
Endeudamiento:	$\frac{\text{Recursos ajenos a largo plazo} + \text{Financiación a corto con coste}}{\text{Pasivo remunerado}} \times 100$
Apalancamiento financiero:	$\text{ROI} - k_i = \text{ROI} - \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Recursos ajenos con coste}}$
Rentabilidad de los recursos propios (después imp.):	$\frac{\text{Resultado neto total (después de impuestos)}}{\text{Recursos propios (valor medio anual)}} \times 100$

Fuente: Banco de España, Central de Balances.